

2021 年宏观经济与大类资产配置展望

病树前头万木春

2021 年海外与中国经济均延续复苏。欧美宽松政策依旧，财政刺激将是 2021 年政策发力点。中国经济延续强劲复苏，财政与货币政策均回归中性。大类资产配置继续看好风险资产，大类资产排序为商品>股票>债券>货币。

- 2021 年海外经济复苏，美国复苏强劲。从全球视角看，疫情对宏观经济的冲击在中长期可控，疫苗的广泛使用将带来补库存契机。美国核心通胀上行带动全球通胀回归向上趋势。 欧美宽松政策依旧，欧央行预计货币政策宽松加码，美联储货币政策暂无加码动力，需警惕美国 2021 年下半年因通胀上行而逐步退出宽松预期的发酵。而欧美的财政刺激将是 2021 年政策发力点。
- 中国经济延续强劲复苏，预计全年 GDP 增长 9.2%。复苏的动力来自库存周期向上，消费强势回归，制造业投资在需求和政策支持下高增长等因素；出口维持相对高景气，但因进口高增长，净出口对 GDP 贡献有所减弱。CPI 则维持温和，PPI 向上值得关注，整体上，通胀不会对货币政策构成困扰，PPI-CPI 缺口向上有助于企业盈利持续复苏。在经济增长强劲，通胀温和背景下，预计财政与货币政策均回归中性。
- 大类资产配置方面，继续看好风险资产，尤其是全球复苏背景下大宗商品价格的上涨，大类资产排序为商品>股票>债券>货币。
- 风险提示：经济增长不及预期，国内监管趋严，疫苗进展缓慢。

相关研究报告

《海外宏观周报（2020.11.29）》 20201129
《新冠肺炎疫情数据跟踪》 20201129
《大类资产配置周报 (2020.11.29)》 20201129

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

目录

海外经济：美国经济复苏，宽松涛声依旧 5

2021 年美国宏观经济的四大主线 5
2021 年欧美政策走向：涛声依旧 12
美债长端收益率上行，美元震荡下跌 15

中国经济：强劲复苏 17

经济增长强劲复苏 17
CPI 温和，PPI 上行 23
政策展望：回归中性克制 24

大类资产配置：经济持续复苏与政策回归常态的二重奏 26

股票 26
债券 28
大宗商品 30
货币基金 32

结论与预测 33

图表目录

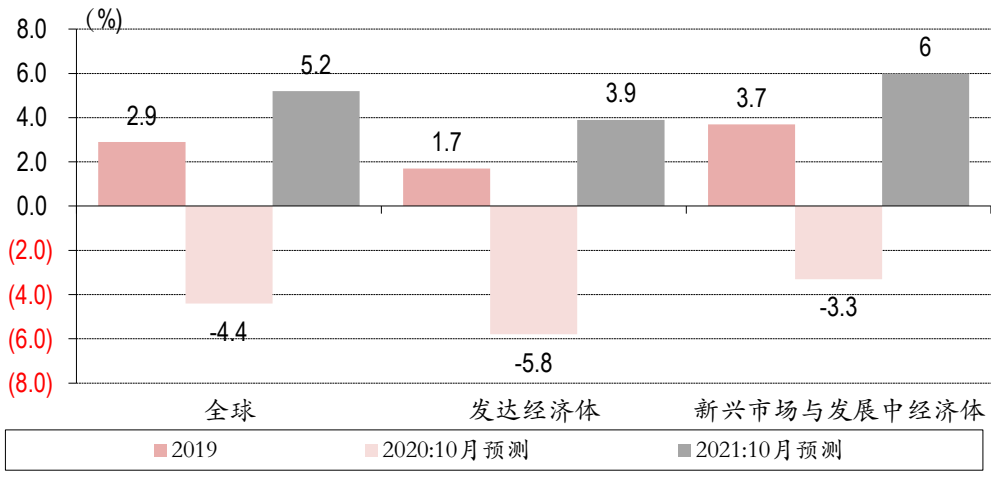
图表 1. IMF 预测 2021 年全球经济复苏.....5
图表 2. 美国疫苗接种进程预估.....6
图表 3. 欧盟疫苗接种进程预估.....6
图表 4. 当前美国居民部门杠杆率较低.....6
图表 5. 2015-2020 年年前三季度商业破产案例.....6
图表 6. 美国 U6 失业率与劳动力参与率情况.....7
图表 7. 美国失业结构.....7
图表 8. 当前美国零售商、批发商均开始补库，制造商库存仍在寻底.....8
图表 9. 制造业新增订单增速是库存的领先指标.....8
图表 10. PMI 新订单指数的强势或带动制造业订单.....8
图表 11. 房价与租金增速的背离超过了 2007 地产大繁荣.....9
图表 12. 房贷利率的下降带动住宅销售强势.....9
图表 13. 美国住房库存达到历史低位.....10
图表 14. 美国住房自有率、出租和房屋空置率走势.....10
图表 15. 美国或将应来房地产补库存阶段.....10
图表 16. 剔除食品能源后耐用品和非耐用品价格仍存在周期错位.....11
图表 17. 2013 年后耐用品价格周期与油价错位.....12
图表 18. 欧洲财政赤字/GDP 比例变化情况.....13
图表 19. 欧盟财政刺激投向.....13
图表 20. 德国财政支出增速.....13
图表 21. 美国 2020 年月度财政收支同比变化.....13
图表 22. 欧央行各资产购买工具持仓情况.....14
图表 23. 2020 年欧央行扩表构成.....14
图表 24. 2020 年美联储扩表构成.....14
图表 25. 美联储疫情政策工具使用情况.....14
图表 26. 主要国家 10 年国债收益率.....15
图表 27. 美德利差正走阔.....16
图表 28. 美元指数与人民币汇率走势.....16
图表 29.工业企业收入与产成品存货增速差逐步收窄.....17
图表 30. M1 增速上行预示库存周期向上.....17
图表 31. 2020 年三季度起中国出口恢复高增长.....18
图表 32.外需是影响中国出口的主要因素.....18
图表 33. 2019 年服务贸易逆差收窄.....18
图表 34. 2020 年前三季度资本形成总额对 GDP 贡献提升.....19

图表 35.需求驱动制造业投资.....20
图表 36. 2020 年贷款向工业企业倾斜.....20
图表 37.2021 年土地供应整体较强.....20
图表 38. 商品房销售向好预示投资走强.....20
图表 39. 2021 年政府部门杠杆率上升明显.....21
图表 40.三季度最终消费支出对 GDP 贡献转正.....21
图表 41. 社会消费品零售总额增速显示居民消费复苏.....21
图表 42.居民收入中仅经营净收入恢复较慢.....22
图表 43. 经营净收入在居民收入中占比相对较低.....22
图表 44.三季度服务性消费占比提升.....22
图表 45. 居民消费意愿回升.....22
图表 46.食品价格驱动 CPI 下行.....23
图表 47. 居民消费支出领先于核心 CPI.....23
图表 48.全球复苏支撑 PPI 向上.....24
图表 49. PPI-CPI 剪刀差收窄利于企业盈利复苏.....24
图表 50. 2020 年可比口径 A 股各行业盈利增速.....26
图表 51. A 股主要指数的估值溢价率所处水平.....27
图表 52. A 股估值依然具备全球比较优势.....27
图表 53. 陆股通资金没有显著流入趋势.....27
图表 54. 2020 年 A 股市场融资加速.....27
图表 55. 新开户波动上行.....28
图表 56. 新基金发行明显放量.....28
图表 57. A 股的赚钱效应依然显著.....28
图表 58. 债市主要品种的收益率和波动区间.....29
图表 59. 货币拆借利率先下后上.....29
图表 60. 政府债券发行量明显上升.....29
图表 61. 中美利差处于较高水平.....30
图表 62. 期限利差和信用利差.....30
图表 63. IMF 预测全球经济增速反弹.....31
图表 64. IMF 预测全球通胀有上行趋势.....31
图表 65. 美元指数或持续弱势震荡.....31
图表 66. 国际农产品价格出现上行趋势.....31
图表 67. 货基收益率中位数.....32
图表 68. 货币基金杠杆率下行但适当拉长久期.....32
图表 69. 2021 年主要经济指标预测.....33

海外经济：美国经济复苏，宽松涛声依旧

2020 年在新冠疫情冲击下，全球经济增速大幅萎缩，IMF 最新预测全球经济 2020 年萎缩 4.4%。然而，经历了疫情冲击后，2021 年全球经济将迎来久违的高增长，IMF 预测全球经济增长 5.2%，其中发达经济体增长 3.9%，新兴市场与发展中经济体增长 6%。在 2021 年的全球复苏中，美国的经济复苏以及因之而来的全球生产—消费循环的重建无疑是关键，此外，全球主要央行的政策取向是否因经济复苏而有所变化也是市场关注的焦点。

图表 1. IMF 预测 2021 年全球经济复苏



资料来源：万得，中银证券

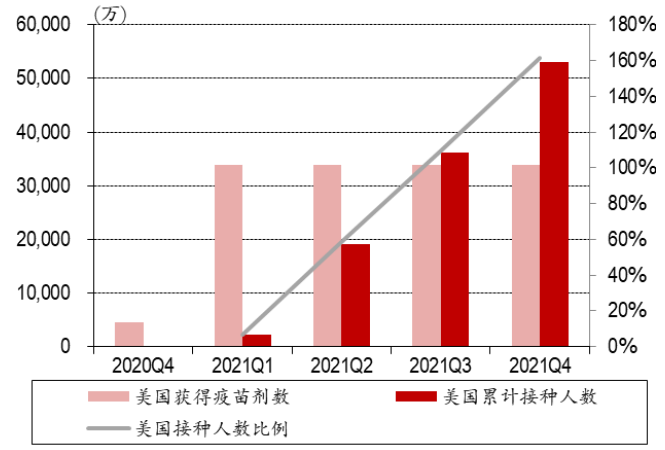
2021 年美国宏观经济的四大主线

主线一：疫苗的广泛应用带来供给端和服务业的快速复苏

北京时间 11 月 9 日，美国辉瑞公司与德国 Biotech 公司联合发文称疫苗进展顺利，且有效性超 90%；11 月 16 日美国医药企业 Moderna 也宣布其研发的疫苗三期实验显示有效率超过 94%；11 月 23 日阿斯利康公司亦发文称其与牛津大学合作研究的疫苗有效率超 70%，并将全力尽早获得使用批准，因此，**从现在时点看，辉瑞、Moderna 和阿斯利康公司的疫苗都有较高的概率可以在 2020 年底开始投入使用。由于当前经济基本面的主要矛盾还是疫情，因此疫苗的使用在需求端可以使各国的封锁和社交隔离政策逐渐退坡，提振居民的消费信心；更重要的是，疫苗可以大幅度恢复服务业部门的需求，这是任何财政刺激都很难做到的。**另一方面，疫苗在生产端的影响除了加快复工外，还能消除经济前景的不确定性，使企业加大设备和库存的投资，以及加大招聘力度。综上，有效率较高的疫苗的投入使用对基本面最大的影响将是服务业需求和整体供给的快速复苏，相当于为当前美国的复苏路径“补短板”。

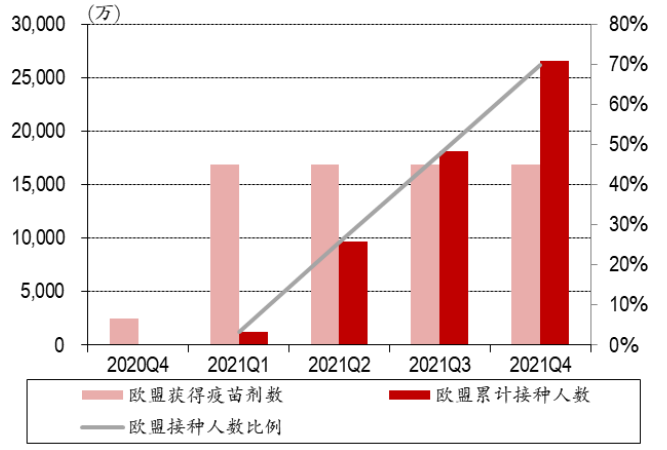
假设辉瑞、Moderna 和阿斯利康三家公司的疫苗均能在 2020 年底问世，其产能计划均能实现且 2021 年产能均匀分布在四个季度，以及各个国家需要一个季度去组织接种已到手的疫苗，那么至 2021 年在美国和欧盟分别最多拥有 14 亿和 7 亿剂的情况下，美国将在 2021 年二季度完成三阶段接种（接种人数达 50%），三季度完成群体免疫（接种人数大于 70%）；欧盟将在 2021 年三季度大致完成三阶段接种，四季度大致完成群体免疫。

图表 2. 美国疫苗接种进程预估



资料来源：各疫苗公司网站，万得，中银证券

图表 3. 欧盟疫苗接种进程预估



资料来源：各疫苗公司网站，万得，中银证券

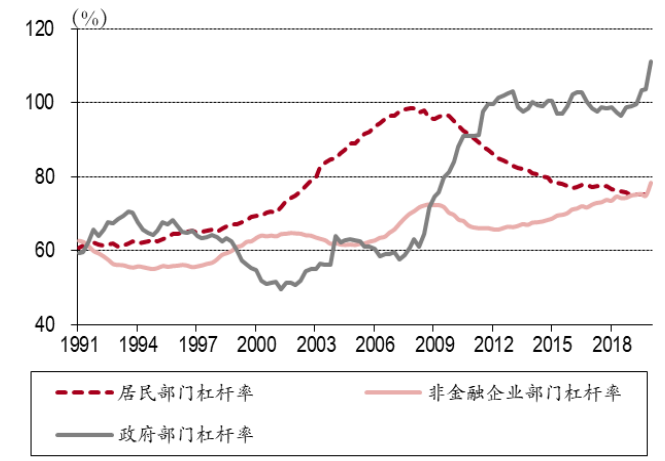
需要强调的是，尽管疫苗研制取得进展，但我们之前的报告中曾提到过疫苗仍有几个问题需要冷静看待：（1）疫苗尚保护持续性未知；（2）疫苗的配送将成为难题；（3）民众的接种意愿需要考虑。因此，至少在目前时点，对疫苗应用前景尚不宜过分乐观。

主线二：疫情带来的中长期损伤可控，经济酝酿强劲复苏

我们前面提到当前经济的主要矛盾在于疫情，疫情对经济最大的影响是暂时性地消灭了大量的供给与需求。事实上，只要疫苗能够被有效使用，那么无论是特朗普还是拜登当选，接下来的财政刺激计划规模是大还是小，经济的复苏都是可以预见的。我们可以看到从 2008 年以来居民部门的杠杆率（BIS 口径核心债务/GDP）已经跌至低位，健康的居民负债表正是疫情初期大规模的财政刺激计划可以快速提振需求的原因，也为接下来的复苏周期居民加杠杆提供基础。既然我们认为中期内美国必将走出疫情，那么短期疫情的恶化甚至局部封锁均不会对中长期经济增长造成太大影响，我们需要关注的是疫情是否给经济带来短期难以修复的损伤，进而影响供需在短期内较快恢复至疫情前水平。

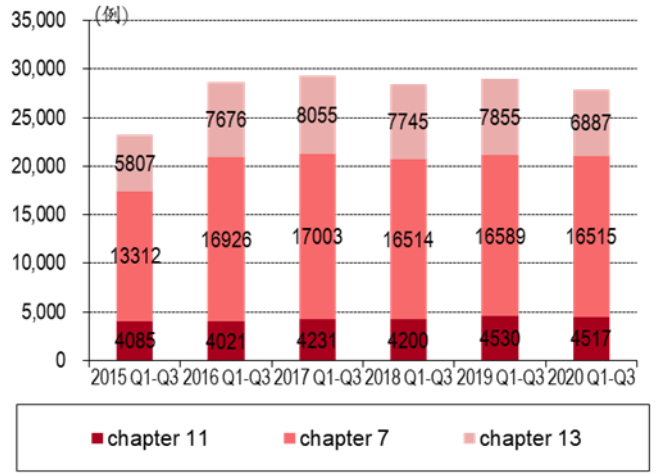
从美国破产协会(ABI)统计的商业破产记录看，2020 年前三季度的 Chapter7, Chapter11 和 Chapter13 破产案例总计为 27919 例，少于 2019 年同期的 28974 例。Chapter7 破产包括企业和个人的破产清算，Chapter11 破产为企业的债务重组，Chapter13 破产为个人的债务重组。2020 年前三季度最为严重的 Chapter7 类别商业破产有 16515 例，与 2019 年 16589 例大致持平，因此我们认为在美国充足流动性、企业税递延、薪酬保护计划等政策的帮助下，美国企业端受疫情的中长期打击相对可控。

图表 4. 当前美国居民部门杠杆率较低



资料来源：BIS，中银证券

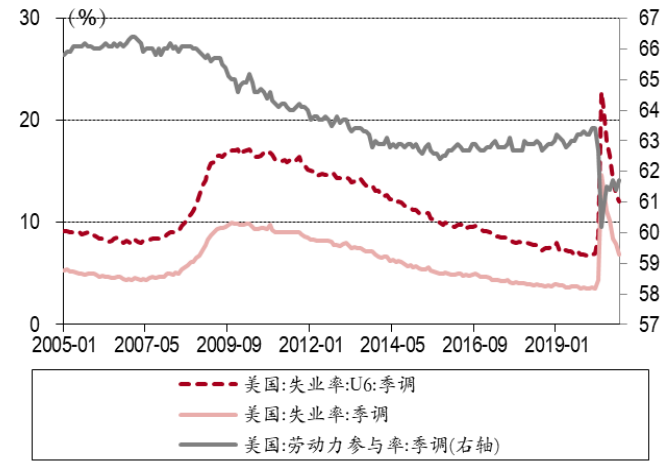
图表 5. 2015-2020 年年前三季度商业破产案例



资料来源：American Bankruptcy Institute，中银证券

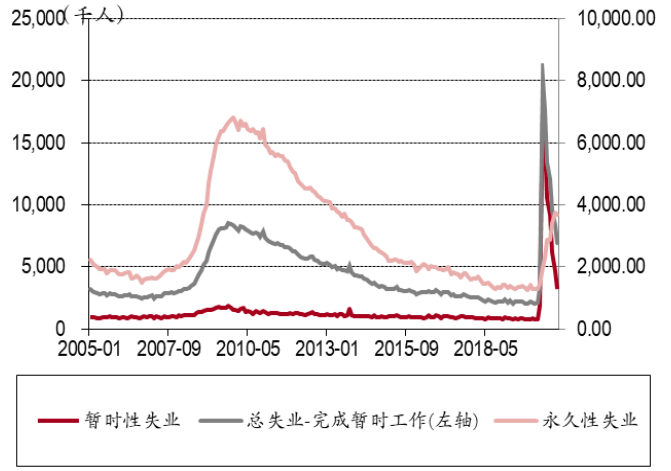
从失业情况看，目前永久性失业比例尚远低于金融危机时期，意味着疫情后经济恢复的速率或更快。10 月份 771.2 万失业人口中，368.4 万人被定义为永久性失业，占比约为 47.8%；而金融危机时期 2009 年 10 月失业人数达到顶峰 993.1 万，其中永久性失业为 676.2 万人，约占 68%。10 月份前失业人口结构呈现总数降，永久性失业上升的态势，这是部分暂时性失业人员转化为永久性失业导致的但 10 月份永久性失业数据出现了拐点，从 9 月的 375.6 万人降至 10 月的 368.4 万人，显示就业市场情况明显好转。随着总体失业人数的快速下降，疫情造成的永久性失业规模料将低于金融危机时期。近期美国失业率快速回落且屡屡超预期，有人认为广泛采用的失业率常常会对真实失业造成一定的低估，好消息是，统计口径最为广泛的 U6 失业率（包括了灰心停止找工作的人口、有工作能力但近期不寻找工作的人，即边际依附失业人数和希望寻找全职工作的兼职就业人员）从 4 月份的峰值 22.8%快速下降到 10 月的 12.1%，且势头良好。

图表 6. 美国 U6 失业率与劳动力参与率情况



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 美国失业结构



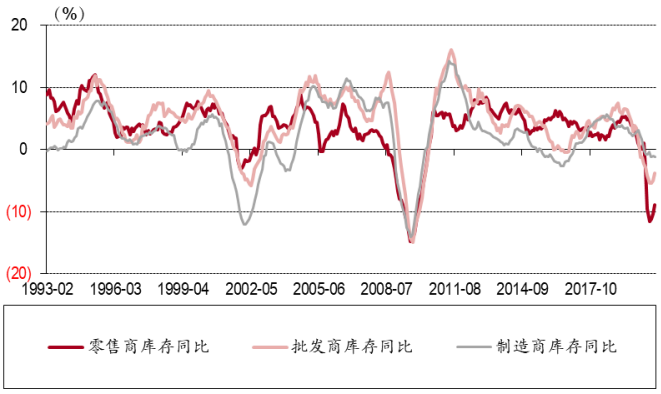
资料来源：万得，中银证券

因此，疫情对企业和居民部门造成的中长期打击（破产与永久性失业）均可控，且由于疫情期间财政刺激的效果（薪酬保护计划等援助工具），当前永久性失业规模远低于金融危机时期，可见本轮复苏将比金融危机后的一轮复苏要更加快速。

主线三：疫苗的广泛使用将带来补库存契机

观察美国的库存状况可以看到，从 2018 年下半年开始，美国库存同比增速便处于库存周期的下行阶段，疫情只是加速了去库存的进程。在 7-8 月份零售商库存和批发商库存的同比增速分别开始反弹，这意味着零售商与批发商均结束了“被动去库存”阶段而进入“主动补库存”阶段，但目前制造商库存仍在寻底。同时，在这波去库存中，制造商库存的去化幅度要低于批发商和零售商，**因此最近的一波去库存周期呈现了两个特点：（1）制造商去化幅度小于批发商，批发商去化幅度小于零售商；（2）与之前的库存周期三者库存增速移动相对同步不同，目前零售商最先进入补库阶段，批发商次之，而制造商仍在去库。**我们认为这两个特点均是疫情造成的，正如前文我们提到疫情对需求端和生产端的打击不对称，且美国大额财政刺激补贴了居民收入导致需求复苏加速，因此呈现越靠近消费终端的部门去库越剧烈，从而率先进入补库阶段的现象。

图表 8. 当前美国零售商、批发商均开始补库，制造商库存仍在寻底



资料来源：万得，中银证券

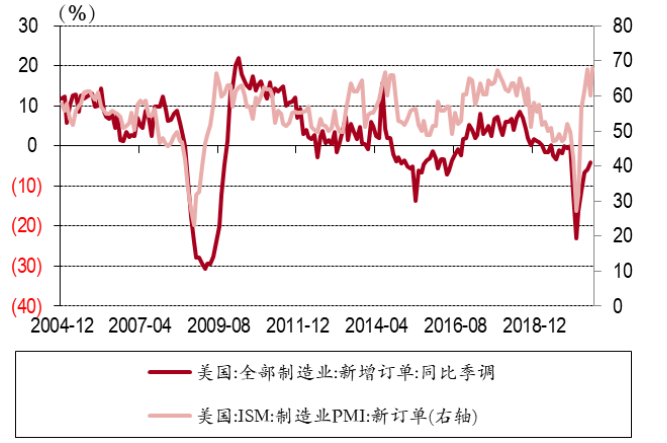
这种因疫情而出现的现象最终也会因疫苗的广泛使用而终结，由于疫苗的使用将加快复工进度、消除物流不畅问题以及降低经济前景的不确定性，因此将出现生产回温以及库存投资增加的现象，使制造商部门亦进入“主动补库存”阶段，从而产业链上中下游形成共振。我们估计制造商的补库或许将在 2021 年二季度出现，届时据我们对美国疫苗接种速度的估算，美国将处于疫苗接种的第三阶段，第二季度结束将有接近 60%的人口已经接种过疫苗，生产端恢复将迎来高潮。同时，可以看到作为库存增速的领先指标，制造业新增订单增速指标在 6 月份已经开始触底回升，而该指标一般领先库存增速 1-3 个季度；作为制造业新增订单的领先指标，PMI 新订单指数自 5 月开始回升，一直到 10 月份均以陡峭的斜率反弹，且 11 月美国 Markit 制造业 PMI 初值录得 56.7，大超市场预期，为制造业新增订单增速的进一步上升提供了指引。

图表 9. 制造业新增订单增速是库存的领先指标



资料来源：万得，中银证券

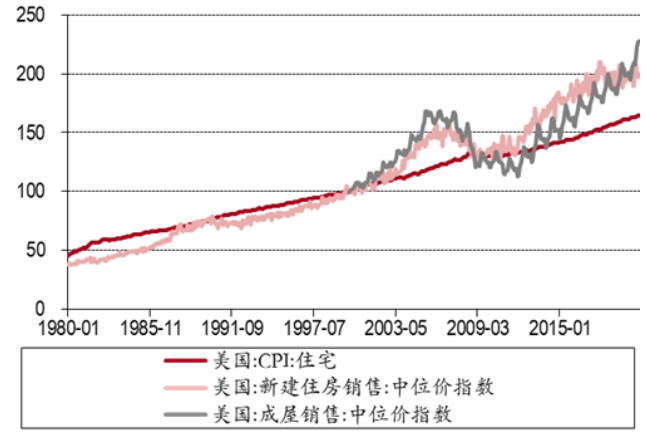
图表 10. PMI 新订单指数的强势或带动制造业订单



资料来源：万得，中银证券

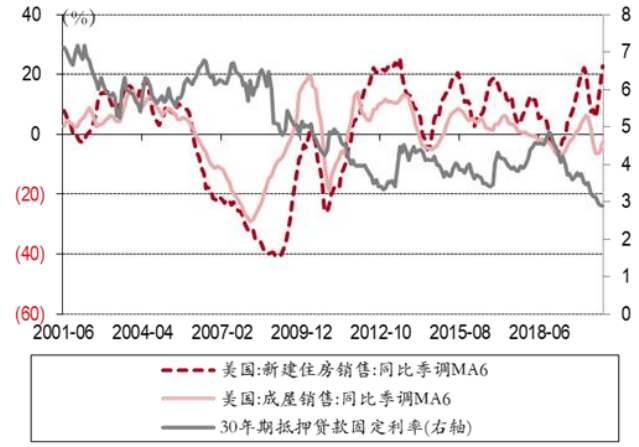
除了制造业的补库存外，2021 年美国亦大概率会在房地产行业出现补库存。当前美国房地产市场持续高景气，房价与房租增速的缺口已经超越 2007 年房地产大繁荣时期，达到历史高位。我们以房租 CPI 来衡量租金，以 2000 年为基期观察租金与房价的价格走势，可以发现当前房价和租金的缺口已经超越了 2007 年，当前新屋中位价指数为 199.88（即比 2000 年 1 月上涨了 99.88%）、成屋中位价指数为 228.09，与房租 CPI 的差值分别是 35.35 与 63.56，分别超过了 07 年 3 月高位 35.26 和 07 年 6 月的 40.62。当前美国房地产市场的高热度主要是三个因素导致的：**一是低利率环境带来的购房成本大幅降低**，30 年期抵押贷款固定利率从 2018 年 10 月的阶段高点 4.86%下降至 2020 年 9 月的 2.9%；**二是疫情人们长期居家带来的购房需求上升；三是当前住宅库存相对短缺（疫情影响开工）**，9 月美国新房可供应月度为 3.6 个月（即以当前销售速度，库存仅可供当销售 3.6 月），成屋可供应月度为 2.7 月，均为历史低位。与历史低位库存伴随的是疫情期间强劲反弹的新屋销售数据，从美国房地产的短周期看，新屋销售领先于新屋开工和营建许可，新屋开工与营建许可领先于建造支出，当前新屋销售增速已经率先反弹，而新屋开工与营建许可增速受疫情压制尚处寻底阶段。我们认为在疫苗得到较广泛应用后，房地产市场很可能也会迎来开工高峰，进入“补库存”阶段。

图表 11. 房价与租金增速的背离超过了 2007 地产大繁荣



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 房贷利率的下降带动住宅销售强势



资料来源：万得，中银证券

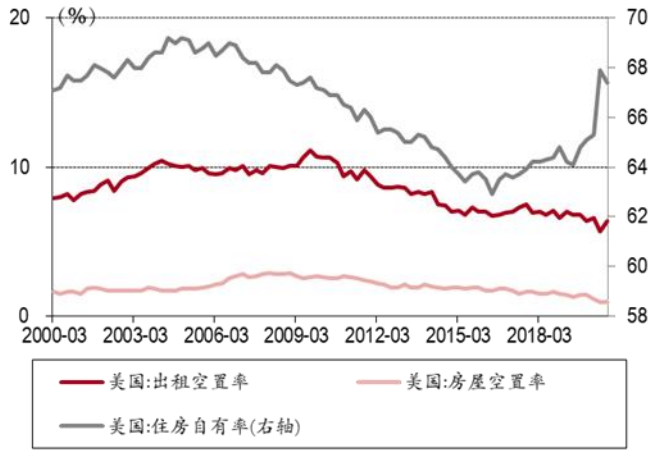
通过住房库存的回升，我们预计这对当前的房价高增速会有一定的平抑作用，但不会造成房价的大跌，房价在 2021 年或“温和向上”，原因有三：（1）美联储可预见地在 2021 年不会有加息计划，房贷利率仍将保持低位；（2）当前出租空置率和房屋空置率均处于低位，意味着房地产的景气仍处于“自住型景气”阶段，尚未向“投资型景气”发展，因此当前房价泡沫并不巨大，不存在暴跌的风险；（3）如我们前文提到居民部门加杠杆的空间还非常巨大，在需求端形成支撑。

图表 13. 美国住房库存达到历史低位



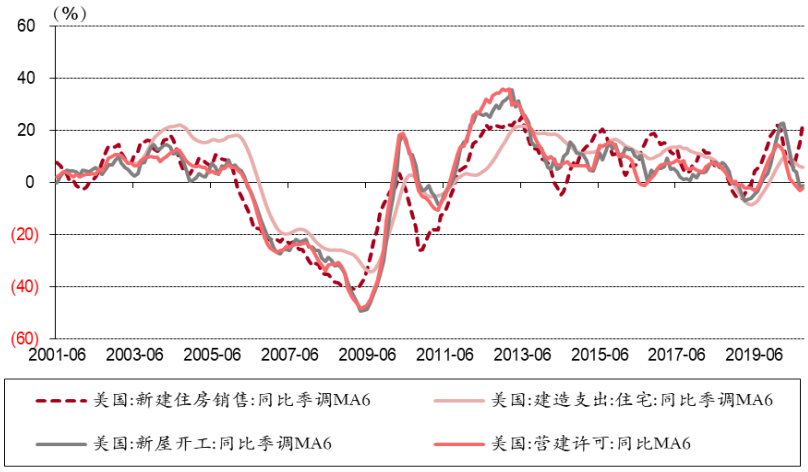
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 美国住房自有率、出租和房屋空置率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 美国或将应来房地产补库存阶段



资料来源：万得，中银证券

主线四：核心通胀的回温

在我们的报告《高核心通胀将挑战美联储宽松政策》中提到，美国 2008 年金融危机后持续低通胀的直接原因是耐用品和非耐用品价格的周期错位，这种周期错位是耐用品价格和油价错位导致的。通过将核心 PCE 指标拆分为耐用品、非耐用品和服务的价格指数，我们认为：

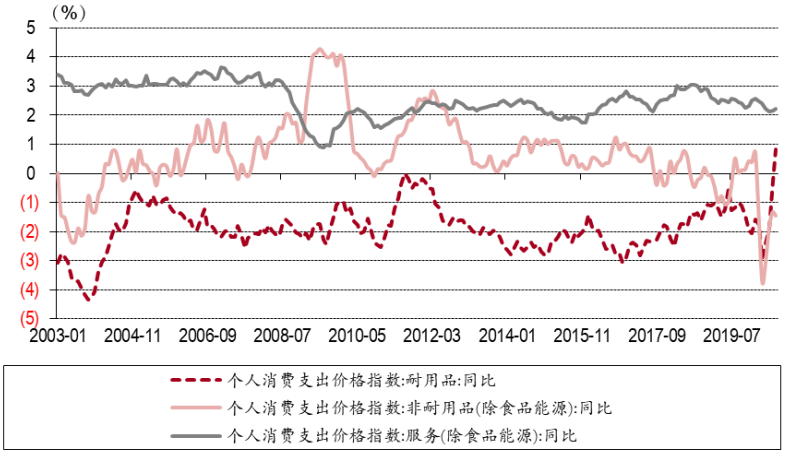
（1）在“低利率环境+PPI 复苏+补库存”逻辑下耐用品价格指数保持反弹韧性，四季度可能由于美国第三波疫情的恶化而反弹势头减弱，但是 2020 年底至 2021 年上半年疫苗开始投入使用带来的供需共振将成为开启补库周期的契机，预计从 2021 年下半年开始呈现价格与库存双升的局面，而这一轮的补库或延续到 2022 年。

（2）**油价是影响非耐用品价格的核心变量，我们对于油价的判断为：四季度到疫苗投入使用前，宏观层面可能会呈现“美强欧弱+美元短期走强”的局面**，因此我们预计至 2020 年底 ICE 布油价格将在 40-45 美元/桶左右，到 2021 年上半年预计其回升至 50 美元/桶中枢水平；而到 2021 下半年受疫苗普及与各国需求释放提振，料升至 55 美元/桶；同时需要注意，经济的复苏不可能无限制地提振油价，因油价的上升将使原油产出国加大供给力度，而从 2018 年至疫情前油价基本围绕 60 美元/桶的中枢上下波动，故我们预测 2022 年油价将回到 60 美元的中枢水平。随着油价同比增速在 2021 年可预见地大幅反弹，非耐用品价格将表现强势。截至 11 月 24 日，布油期货价格为 47.7 美元/桶，已经超过我们预测的中枢上界，原因大致为两点：一是近期多款疫苗陆续报捷从而大幅提振投资者对经济前景预期；二是风险偏好提高以及美财政部决定年底收回美联储部分“抗疫资金”引起市场对美联储在 12 月会议加大宽松力度的猜测造成美元指数大幅下跌。尽管当前风险偏好和宽松预期以及主导了美元走势，但是我们始终认为，在财政刺激未出台、美国经济复苏尚佳（11 月 PMI 大超预期）且叠加疫苗预期下，美联储没有进一步宽松的动力。在此基础上，美强欧弱基本面背景、欧央行明确的 12 月加码宽松表态、美欧扩表速度差收敛、美德利差持续走阔等因素的叠加仍然构成美元短期升值的动力，可能会对年末油价有一定影响。

服务价格中融保险服务、运输服务和其他服务分项均与油价关系密切，权重较高的住房与公共设备（基本为租金支出）受房地产市场高景气影响仍将维持高增。

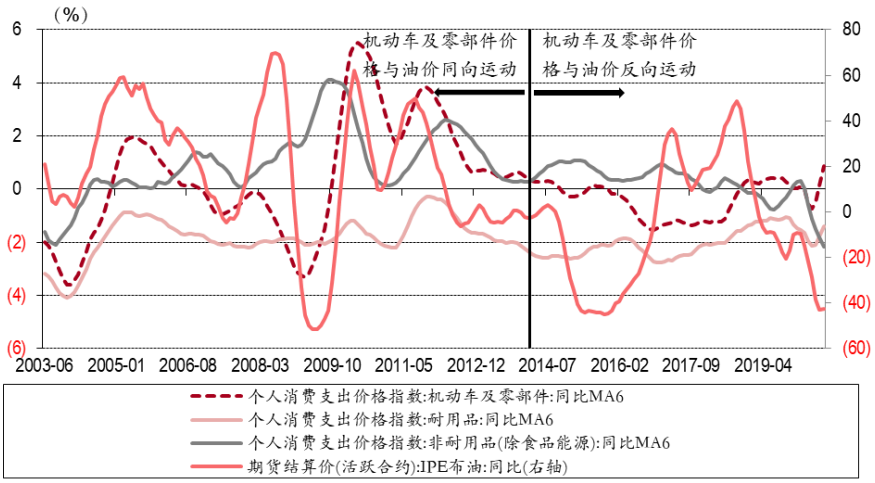
综上，我们认为疫情的冲击使耐用品、非耐用品与服务支出的价格周期重新同步，使过去近 10 年美国持续低通胀的直接原因得以消除；在疫苗于明年上半年得到比较广泛使用的情况下，美国供需两端复苏，较高的核心通胀将出现，且耐用品及非耐用品均有望在 2021 年下半年进入补库存阶段。同时，由于疫情没有对经济基本面造成太多中长期的损伤以及在欧美极宽松财政货币政策的刺激下，这一轮的复苏周期将比金融危机后更加猛烈。**我们预计 2021 年上半年美国核心 PCE 突破 2%，下半年在 2.5%附近波动，而 2022 年核心 PCE 很可能触及 3%。在美国新一轮财政刺激出台需要维持利率低水平以降低融资成本及平均通胀目标框架背景下，2021 年美联储面对较高的核心通胀料保持政策定力，加息可能性不大；但进入 2022 年后长期在 2.5%上方的核心 PCE 增速将使美联储货币政策遭受压力，为避免通胀预期的过度上行，我们预计美联储或将在 2022 年进行加息操作。**

图表 16. 剔除食品能源后耐用品和非耐用品价格仍存在周期错位



资料来源：BEA，万得，中银证券

图表 17. 2013 年后耐用品价格周期与油价错位



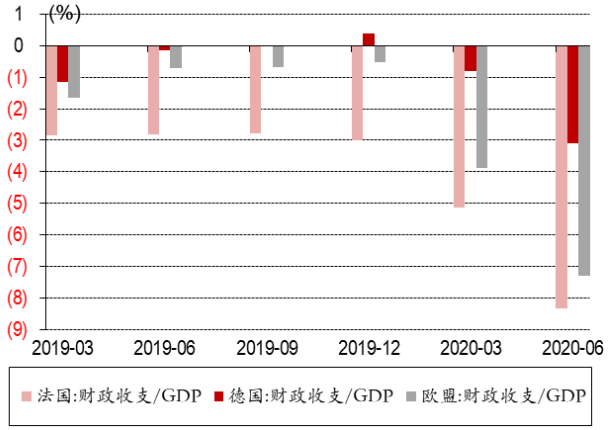
资料来源：BEA, 万得，中银证券

2021 年欧美政策走向：涛声依旧

欧洲方面，欧盟集体财政刺激大概率不会加码，但将提高未来欧洲财政支出中枢，而成员国年内的财政支出或将逐渐回落。欧盟 1.8 万亿的财政政策事实上在 2027 年前可能不会改变太多，因为欧盟集体财政政策融资的大部分是由成员国按比例承担的，而欧盟中的“节俭国家”如德国、荷兰等大概率不会支持进一步加码集体财政计划。同时，1.8 万亿财政政策（包括 7500 亿欧元的欧洲复兴计划）在 2021 年才会开始实施，欧委会在 10 月 21 日发布的声明表示，2021 年中才会开始为欧洲复兴计划在债券市场上筹款，因此尽管欧盟很难加码财政刺激，但是现有的 1.8 万亿欧元计划将在可预见的未来提高欧洲财政支出的中枢。假如我们观察已经发布三季度财政支出的德国的数据，可以发现其财政支出同比增速已经从二季度的峰值回落，由此推测，在成员国层面上的财政支出增速走势或类似。

财政刺激将会是美国未来政策的发力点，规模将取决于未来参议院的归属，年内推出新一轮财政刺激的可能性不大。当前白宫已经退出新一轮的财政政策谈判，即参议院共和党领袖麦康奈尔将主导共和党的意见，而他曾多次公开表示 5000 亿美元将是一个合意的的刺激规模，这与民主党力推的 2 万亿美元刺激规模相距甚远。同时，当前美国复苏趋势尚好，且疫苗预期确定性较高，年内推出新一轮财政刺激的紧迫性不高。尽管如此，未来美国政策的发力点还是在财政政策上，美联储在疫情初期便“all in”刺激政策，当前资产负债表规模已经较去年同期接近翻倍，事实上美国的货币刺激政策已经到达边界，因此美联储的扩表速度在 6 月份后已经大幅放缓且多个美联储官员的讲话中均屡次敦促国会出台新一轮财政政策。由于当前美国两党对于财政刺激的规模的分歧较大，因此新一轮刺激的规模将取决于参议院的归属，假如在乔治亚州明年 1 月份的 2 个席位重选中民主党可以“横扫”，那么民主党就可以凭借副总统的优势控制参议院，以推出大规模财政刺激和拜登竞选纲领中的多项投资计划。需要注意的是，拜登的竞选纲领中包括了 4000 亿的“美国货”政府采购计划、2 万亿美元的“现代可持续基建和平等的清洁能源未来计划”和 3000 亿美元的联邦研发支出计划。虽然民主党和共和党在新能源、税改两大议题的分歧巨大，但是在买美国货（重振制造业计划的一部分）和基建两个领域均存在一定共识；同时，拜登曾公开表示上台后的首要任务是控制疫情，其抗疫计划支持加大在地方政府拨款、企业复工保护措施、医疗设备“补库存”等方面的资金投入，因此我们认为在**拜登上台后，一个较大规模的财政刺激计划（疫情刺激+基建/采购计划共 1.5-2 万亿美元）的出台或是大概率事件。**

图表 18. 欧洲财政赤字/GDP 比例变化情况



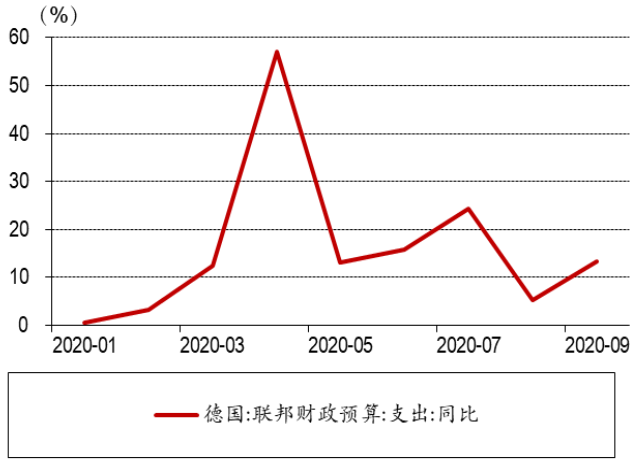
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 欧盟财政刺激投向

（十亿欧元）	MFF	NextGenerationEU	总计
单一市场，创新与数字经济	132.8	10.6	143.4
合作与复苏	377.8	721.9	1099.7
自然资源和环境	356.4	17.5	373.9
移民与边境管理	22.7		22.7
安防	13.2		13.2
国际关系	98.4		98.4
欧洲公共管理	73.1		73.1
总计	1074.3	750	1824.3

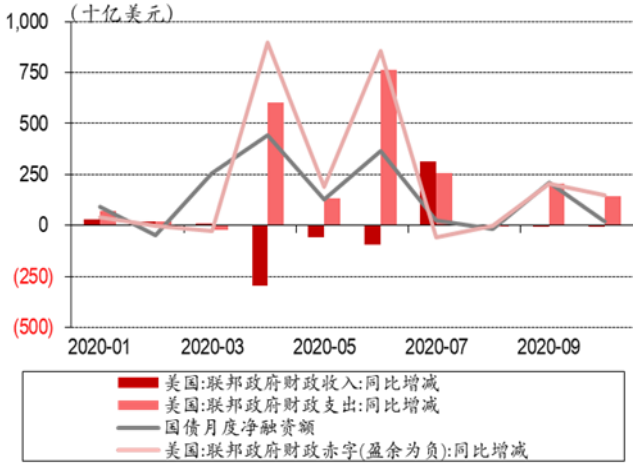
资料来源：European Commission，中银证券

图表 20. 德国财政支出增速



资料来源：万得，中银证券

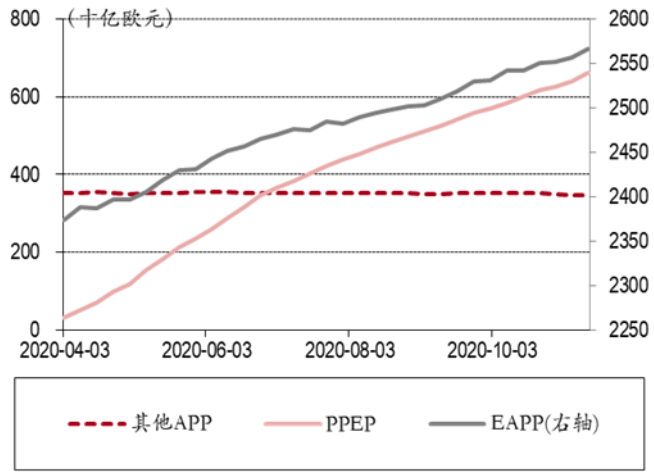
图表 21. 美国 2020 年月度财政收支同比变化



资料来源：万得，中银证券

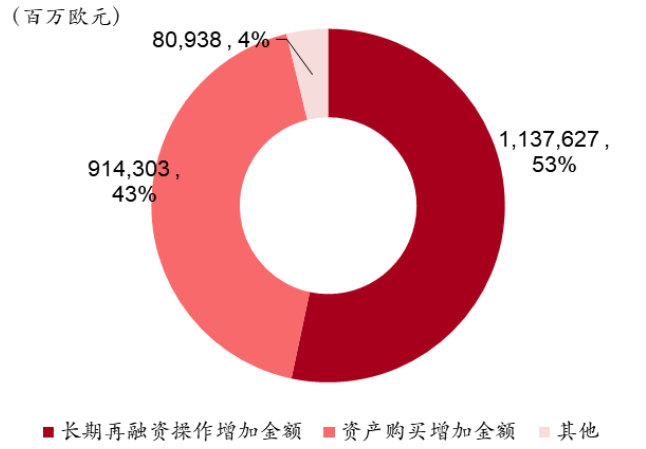
货币政策方面，欧央行在 12 月会议中加码宽松确定性较高，具体措施或将是扩大 TLTRO III（第三期定向长期再融资操作）和 PEPP（大流行紧急资产购买计划）的规模及延长其实施时间。欧央行在 11 月会议中明确指出将在 12 月会议对经济基本面和货币政策措施进行重新的评估，在 11 月 17 日的创新经济论坛中，拉加德亦表示“将重新校准刺激计划”、“紧急抗疫购债计划（PEPP）和定向长期再融资操作（TLTRO）在提供支持方面有效”，因此市场普遍认为欧央行将在 12 月以扩大 TLTRO 和 PEPP 规模及延长其实施时间的方式加码宽松。同时，截至 11 月 6 日欧央行 PEPP 计划的持仓量为 6416 亿欧元，仅占 1.35 万亿额度的一半；**假如我们认为在明年 6 月欧央行可以按计划完成购买进度且其打算以当前的购买速度（600 亿欧元/月）将计划延长至 2021 年底，那么 PEPP 规模将扩大至 1.7 万亿左右。TLTRO III 的利率优惠时间将在 2021 年 6 月截止，12 月会议中欧央行或将宣布将优惠区间延长至 2021 年底。**

图表 22. 欧央行各资产购买工具持仓情况



资料来源：ECB，中银证券（其他 APP 包括 ABSPP（资产支持证券购买计划）、CBPP（担保债券购买计划）和 SMP（证券市场计划））

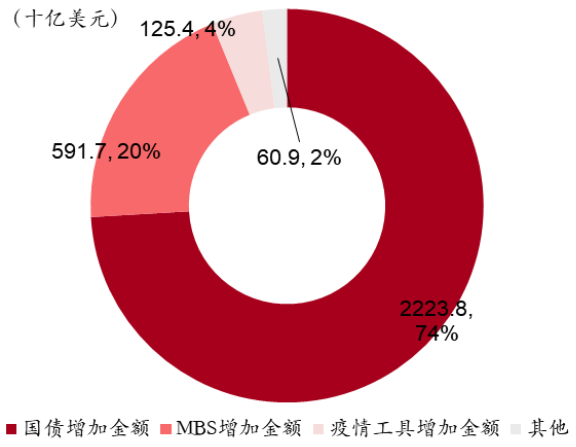
图表 23. 2020 年欧央行扩表构成



资料来源：ECB，中银证券（截至 11 月 6 日）

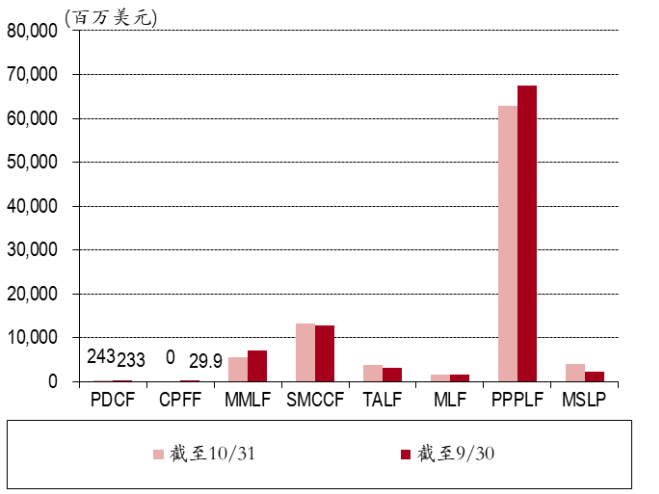
美联储货币政策料将不会加码，以隐性收益率曲线控制(YCC)策略保持宽松或将为性价比更高的措施，且需要注意因通胀回温美联储在 2021 年下半年逐步退出宽松的风险。美联储今年以来约 94%的扩表均是购买国债和 MBS 造成的，QE 的主要作用是提高金融市场流动性、压制长端利率以降低政府融资成本和企业和居民部门的长期信贷成本，因此在新一轮财政刺激今年大概率无望推出、美国经济复苏尚佳（11 月 PMI 大超预期）且叠加疫苗预期的背景下美联储并没有加码宽松的动机。在疫情初期美联储迅速回应，并声称“将进行无限制量化宽松和购买任何类型的资产”，同时设立了 SMCCF 和 PMCCF 这两个允许美联储直接在一二级市场购买企业债的计划，此举使企业债利差迅速收敛，稳定了金融市场。然而，截至 10 月 31 日美联储在企业债二级市场的持仓不过 133 亿美元，这意味着美联储仅用极少的“弹药”便稳定了市场预期，达到了收敛利差的效果。现在尽管美联储没有像日本央行一样明确表示实行 YCC 策略，但是其通过不断购买国债，使美债利率在疫情以来被压制在较低区间，实际上等于在实行隐性的 YCC 策略，并降低了市场对于国债收益率水平的预期。因此，在企业债的“成功经验”之上，美联储口头维持宽松，但实际行动保持相对克制在货币政策接近边界的今天是一种性价比更高的策略。在关于美国通胀的深度报告中，我们认为在疫苗使用带来的“油价复苏+主动补库存”宏观环境下，美国较高的核心通胀将重新出现，核心 PCE 在 2021 年下半年将突破 2%。尽管在平均通胀目标框架下美联储在 2021 年面对较高的核心通胀将不会加息，但是美联储或将逐步退出货币宽松以应对通胀的上行。

图表 24. 2020 年美联储扩表构成



资料来源：万得，中银证券（截至 11 月 11 日）

图表 25. 美联储疫情政策工具使用情况



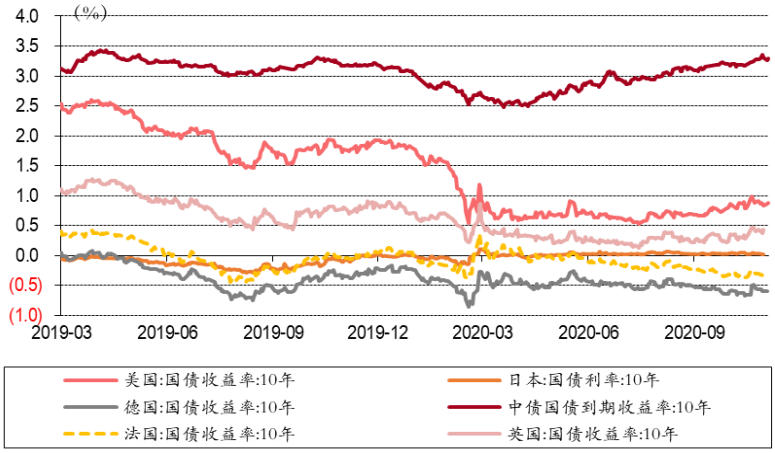
资料来源：美联储，中银证券

美债长端收益率上行，美元震荡下跌

综合上文的分析，2021 年海外宏观环境将呈现“接力复苏”态势，这是各国疫苗接种进程差异导致的。我们预计 2021 年二季度美国将可以完成“第三阶段接种（接种人数>50%）”，三季度大致完成群体免疫；欧洲由于缺少疫苗公司提供的额外产能，整体接种进程将落后美国一个季度左右，即三季度完成第三阶段接种，四季度达成群体免疫；新兴市场国家则由于储藏物流条件缺乏和疫苗预购量少等因素，可能要在四季度才能进行较大范围的接种，在 2022 年才能达到群体免疫。

随着经济基本面的修复，明年长端美债收益率上行将是大概率事件，但由于美联储依然会通过 QE 进行国债购买，并实行隐性的收益率曲线控制，因此长端收益率仍将收到一定压制。同时，我们预测明年美国核心 PCE 在将在上半年突破 2%，下半年在 2.5%附近波动，因此即使美联储因平均通胀目标框架影响不进行加息，下半年大概率将逐渐退出货币宽松。**综上，我们认为 2021 年 Q2 在“疫苗广泛使用带来的供需恢复+美联储宽松政策压制收益率”的背景下，10 年美债收益率可能将达到 1.2-1.35%的水平；而 2021 年 Q4 在“全球复苏共振+美联储逐步退出宽松”的背景下，10 年美债收益率或达到 1.75-2%区间。**截至 11 月 24 日，美国 10 年名义利率为 0.88%，实际利率为-0.86%，对应通胀预期 1.74%；而按照我们对通胀和名义利率的测算，2021 年 Q2 实际利率将在-0.8%到-0.65%左右，2021 年 Q4 实际利率可能在-0.75%到-0.5%左右，即明年实际利率或小幅上行，但仍处于负区间。

图表 26. 主要国家 10 年国债收益率



资料来源：ISM, 万得，中银证券

在欧债方面，由于欧洲实行负利率多时，当前德国国债利率实际上已经是 2019 年德债利率德中枢水平，而在 2021 年上半年“欧央行扩大宽松+疫苗未能大规模使用”的背景下，可能很难看到德债收益率有显著的变化，**因此我们估计 2021 年 Q2 德债收益率大概在-0.5%到-0.4%的水平，而在 2021 年 Q4 欧洲大致完成群体免疫且新兴市场也开始强劲复苏之时，我们预计 10 年德债收益率会回到 0%附近，甚至回正。当前 10 年美德利差大致在 1.5%左右，这意味着明年美德利差还有走阔的空间。**

在美元方面，2021 年上半年在欧洲疫苗尚未得到大范围之时，美国复苏跑赢欧洲仍是大概率事件，同时叠加美德利差走阔因素，美元指数很难出现趋势性下跌；而 2021 年下半年，特别是 4 季度新兴市场开始广泛地应用疫苗之时，欧洲复苏的斜率将大于美国，同时新兴市场的复苏将提振投资者的风险偏好，且拜登很可能在下半年出台其基建计划，这将带来美国财政赤字的进一步扩大。因此，**我们认为 2021 年上半年美元指数将以震荡为主，而从下半年开始美元指数或将出现趋势性的下跌行情。**

图表 27. 美德利差正走阔



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 美元指数与人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

中国经济：强劲复苏

经济增长强劲复苏

2020 年在新冠疫情冲击下，中国经济增速经历了一季度大幅下探，二三季度快速回升的过程。2021 年，随着疫情冲击影响减退，中国经济强劲复苏。

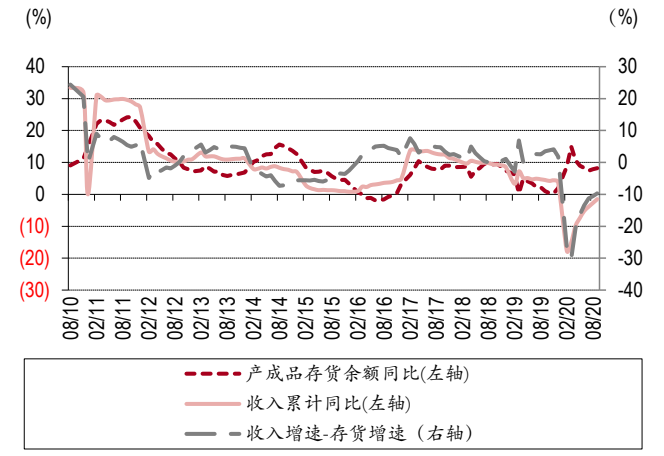
迟到但未缺席的库存周期

2019 年末，库存周期已有向上迹象，但因意外的新冠疫情冲击，一季度中国大部分地区停工停产，不过，经历了生产端的快速修复，库存周期虽然迟到，但并未缺席。

2020 年，规模以上工业企业产成品库存同比增速先从 2019 年末的 2%快速攀升至 3 月末的 14.9%，而后逐步回落至 7 月的 7.4%，三季度重回升势。与此同时，规模以上工业企业营业收入增速则从 2 月低点-17.7%逐步回升，9 月降幅已收窄至 1.5%，收入与产成品存货差自 3 月起逐步收窄至 9 月的-9.7%，显示工业企业逐渐转向主动补库存。

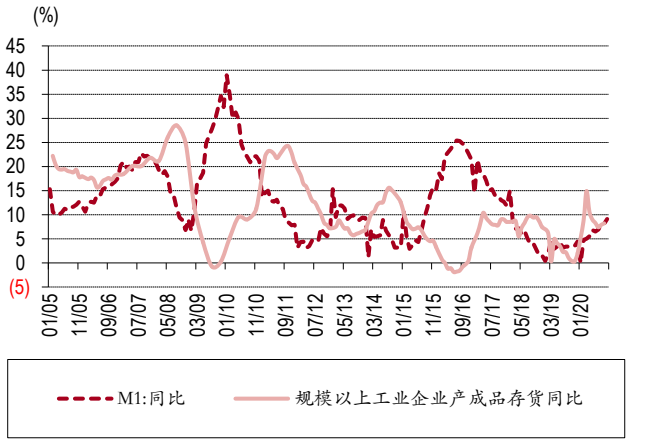
与此相佐证的是，M1 增速自 2020 年 2 月起一路攀升，10 月已升至 9.1%。鉴于 M1 主要反映了企业的流动资金需求，从历史数据看，M1 为库存周期的先行指标。M1 的攀升也预示着 2021 年库存周期向上。

图表 29.工业企业收入与产成品存货增速差逐步收窄



资料来源：万得，中银证券

图表 30. M1 增速上行预示库存周期向上



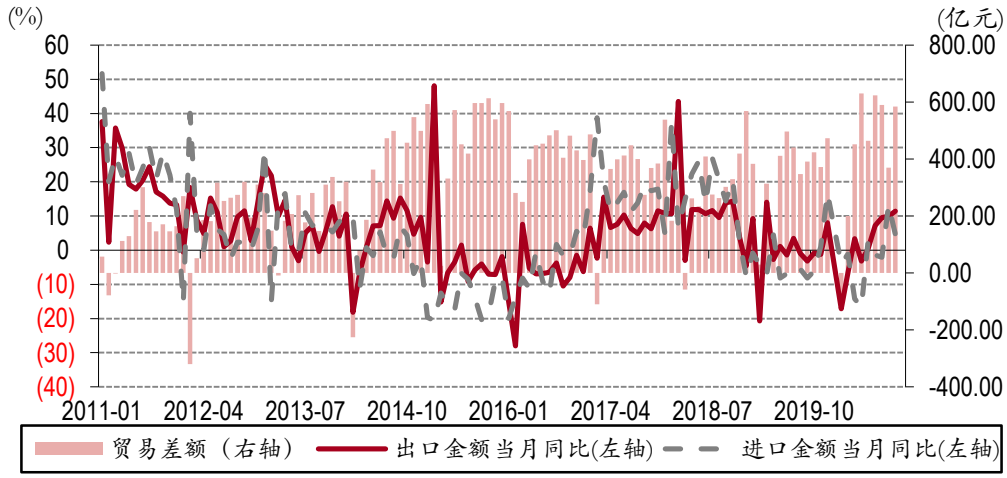
资料来源：万得，中银证券

综合看，库存周期虽因疫情冲击向上，但并未缺席。2021 年，工业企业补库存将继续从生产端支撑经济增长。

外需复苏拉动出口，净出口贡献减弱

2020 年，尽管新冠疫情对全球经济造成了冲击，但中国的出口从三季度开始迅速恢复并保持较高增长。截至 10 月，美元计价的出口增速已经转正为 0.3%，进口增速降幅则收窄至 2.3%。

图表 31. 2020 年三季度起中国出口恢复高增长



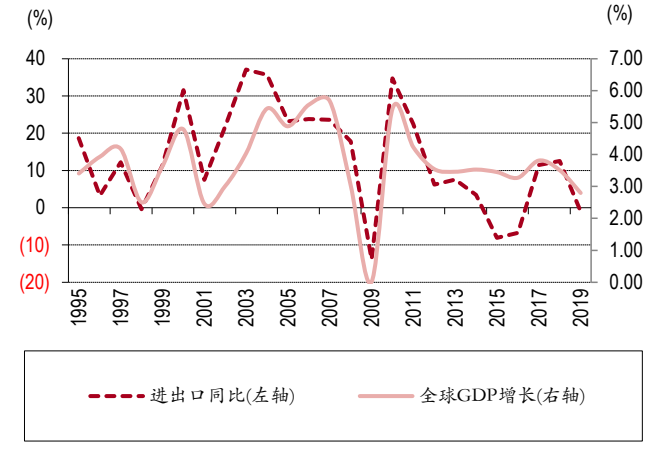
资料来源：万得，中银证券

2020 年出口的高增长主要来自两方面的原因：（1）防疫物资的大量出口。（2）中外疫情和产能恢复的错位。中国的疫情主要影响在一季度，二季度起，中国的疫情已基本消除，只剩下零星病例，供应链基本恢复；而同时，海外疫情自二季度全面爆发并迟迟未能得到控制。这使得部分海外订单转移至中国。

2021 年，随着疫情影响的减弱，上述两方面因素都将有所消退。但我们认为，出口的高景气将在 2021 年延续。原因主要有以下几点：（1）全球经济从疫情冲击中逐渐复苏。IMF 最新预测 2021 年全球经济增长 5.2%，其中发达经济体增长 3.9%，新兴和发展中经济体增长 6%，显著高于前期水平。而对于中国出口而言，外需始终是主要影响因素。（2）美国总统大选落地，拜登当选，预计此前特朗普政府针对中国的贸易冲突措施将有所缓和，中美关系短期改善。（3）目前东盟已成为中国第一大贸易伙伴，随着 RCEP 于 2020 年 11 月 15 日正式签署，预计将有效增加成员国间的贸易往来，提升区域经济活力和竞争力，提振中国出口。

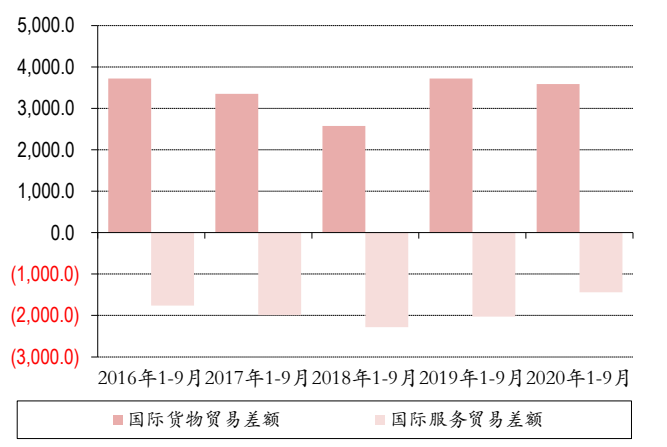
另一方面，2020 年由于疫情冲击，中国的服务贸易逆差大幅收窄，导致经常项目顺差扩大。2021 年，随着疫情冲击逐渐减退，服务贸易逆差大概率再度扩大；此外，中国的库存周期开启也将使得进口增速较 2020 年明显上行。因此 2021 年的经常项目顺差预计较 2020 年有所收窄，“货物与服务净出口”项目对 GDP 的直接贡献可能较 2020 年有所减弱。不过，考虑到出口对国内消费和投资的间接影响，我们判断出口对 GDP 增长的综合贡献依然较为显著。

图表 32.外需是影响中国出口的主要因素



资料来源：万得，中银证券

图表 33. 2019 年服务贸易逆差收窄

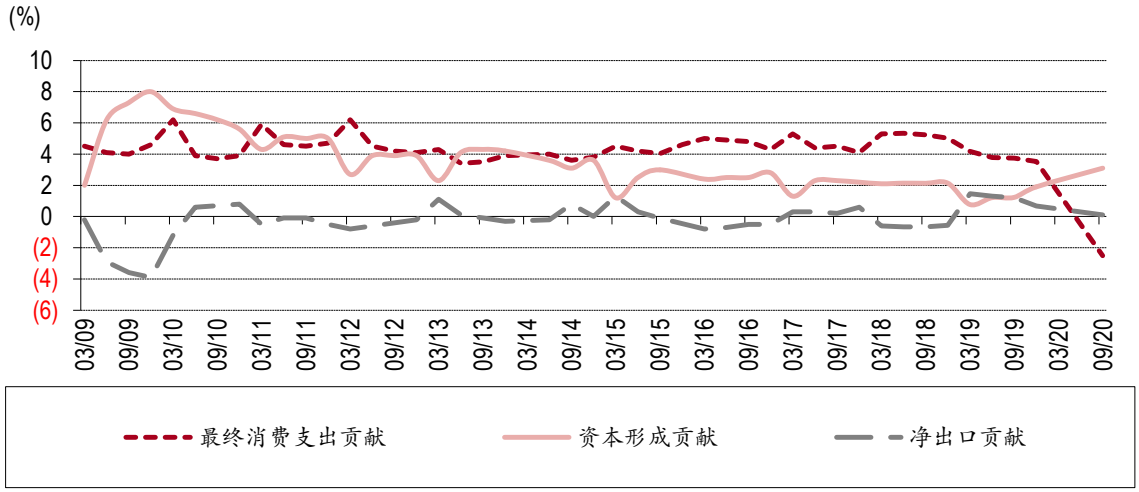


资料来源：万得，中银证券

制造业投资的再兴起

2020 年，由于新冠疫情对消费的抑制，GDP 结构的一个显著变化是资本形成贡献明显上升。前三季度，GDP 累计增长 0.7%，其中资本形成总额贡献了 3.1 个百分点，货物与服务净出口贡献了 0.1 个百分点，而消费则拖累了 2.5 个百分点。资本形成总额对 GDP 的贡献达到了 2015 年以来的新高。

图表 34. 2020 年前三季度资本形成总额对 GDP 贡献提升



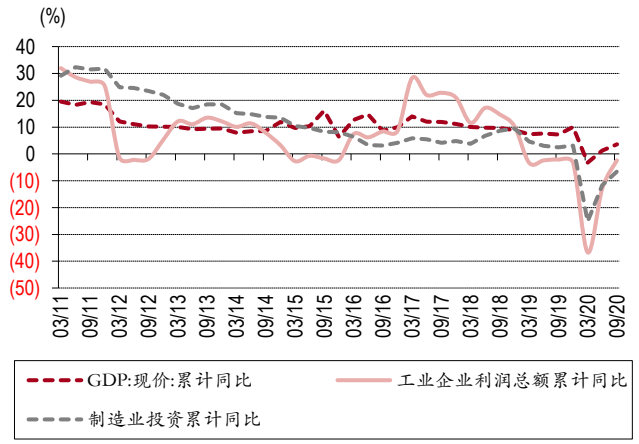
资料来源：万得，中银证券

2021 年，影响投资的最主要因素将是货币环境的变化。2020 年支撑投资增长的因素一方面来自国内广义财政支出的明显扩大，另一方面则来自应对疫情而采取的超宽松货币政策。而随着经济增长走出疫情冲击，预计财政与货币政策均将回归中性，对固定资产投资的增速构成压制。

但另一方面，由于需求端的复苏，固定资产投资的内生动力仍在。从投资类别看，预计制造业投资随着需求的逐步恢复表现将强于基建和地产投资。同时，因基数效应影响，固定资产投资的增速依然不低，只是资本形成总额对 GDP 的贡献率将明显低于 2020 年。

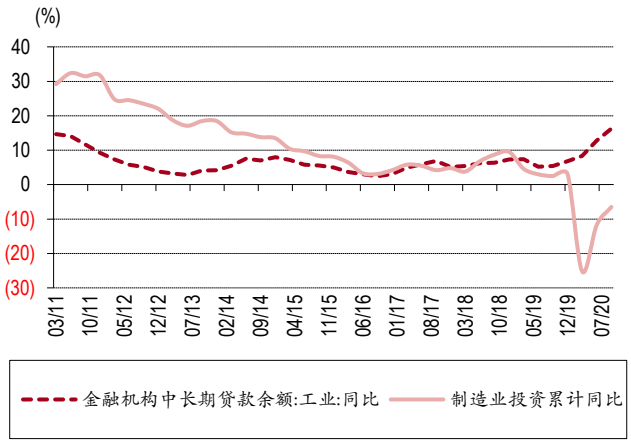
2020 年 1—10 月，制造业投资同比下降 5.3%，从当月增速看，8 月已经转正，并持续 3 个月正增长。我们认为，制造业投资复苏的主要逻辑一是来自需求端的改善。从历史数据看，制造业投资与名义 GDP 及企业盈利增速明显正相关。另一方面，则来自转型升级大背景下政策的支持。尽管货币政策 2021 年预计转为中性，但 2020 年，央行多次强调了信贷对实体经济的支持，金融机构工业企业贷款余额同比增速大幅上行，2020 年三季度末已达到 16.3%。而“十四五”规划建议继续强调未来制造业的转型升级，预计政策将继续对制造业投资倾斜。我们预计 2021 年制造业投资同比增长 13.8%。

图表 35.需求驱动制造业投资



资料来源：万得，中银证券

图表 36. 2020 年贷款向工业企业倾斜

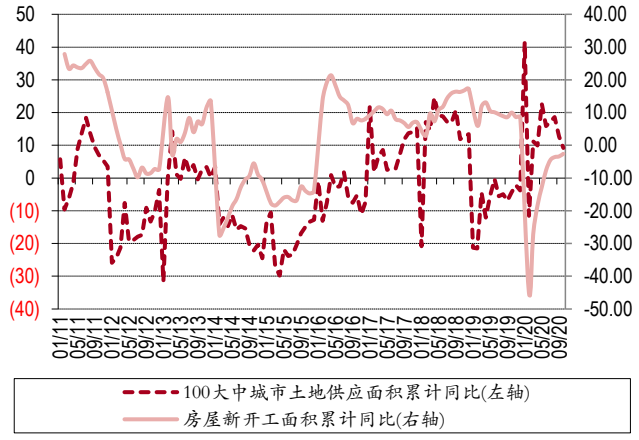


资料来源：万得，中银证券

除了制造业投资外，我们认为，2021 年房地产投资同样值得重视。2020 年 1—10 月，房地产开发投资同比增长 6.3%，增速明显高于制造业投资和基建投资。然而，随着房价再度出现上涨苗头，监管部门对房地产监管再度加强；除了继续强调“房住不炒”，稳定预期外，并强调实施房地产金融审慎管理制度，对房地产企业实施“三道红线”管理。政策的收紧成为未来房地产投资最大的不确定性。

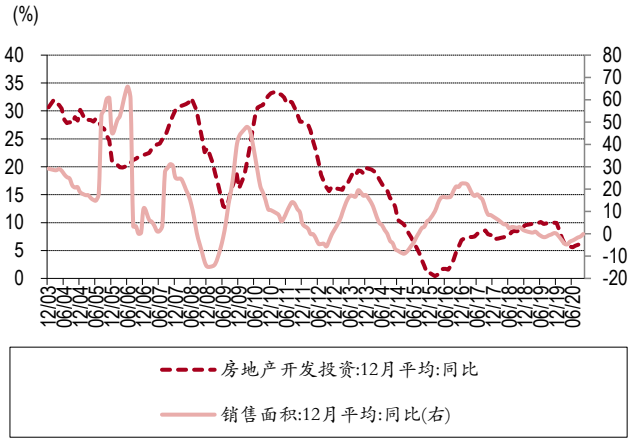
我们认为，一方面，经过测算，“三道红线”的监管政策对房地产企业资金链影响有限。另一方面，尽管政策方面存有不确定性，但房地产开发投资的内生增长动力依然不低。一方面，100 大中城市土地供应面积 1—10 月同比增长 9.2%，尽管近几月当月增速转负，但 1—10 月 100 大中城市土地成交面积仍同比增长 12.1%。总体上，2020 年的土地成交仍然强于往年。这也意味着后续房地产新开工数据依然相对较强。另一方面，1—10 月商品房销售面积同比持平，但当月增速自 3 月已经转正，10 月增速超过 15%。考虑到疫情的影响，商品房销售整体维持强劲。截至 10 月，商品房待售面积/当月销售面积为 3.05，处于相对低位。综合考虑土地、销售和基数效应，我们认为，如果 2021 年政策方面没有更多的不确定性，房地产开发投资将依然维持相对强劲，我们预计 2021 年房地产开发投资增长 8.9%。

图表 37.2021 年土地供应整体较强



资料来源：万得，中银证券

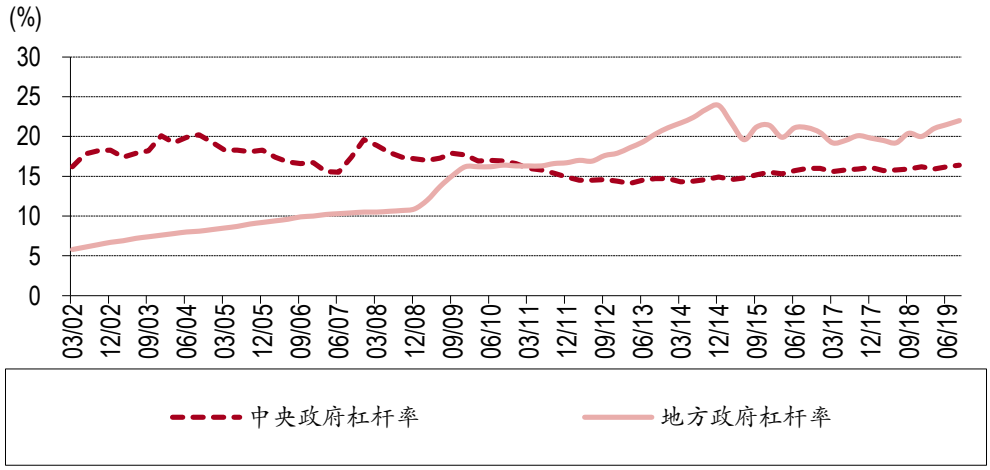
图表 38. 商品房销售向好预示投资走强



资料来源：万得，中银证券

相对而言，基建投资预计在 2021 年整体维持平稳。一方面，近年来，中国基建增速已进入“补短板”的平稳增长时期。另一方面，随着疫情影响减退，财政政策回归中性，预计财政赤字率和专项债规模都将较 2020 年有所收缩。而 2020 年三季度，政府部门杠杆率已经升至 44.7%，其中地方政府杠杆率升至 25.6%，均为历史新高。2020 年 7 月，财政部长撰文强调，不能因为应对疫情就不重视债务风险，不能因为财政困难就违规举债制造新的风险。我们预计 2021 年地方政府债务将再度成为政策关注的焦点之一，这在一定程度上限制了基建投资的高增长。当然，由于基数效应，基建投资增速较往年仍有明显上升。

图表 39. 2021 年政府部门杠杆率上升明显

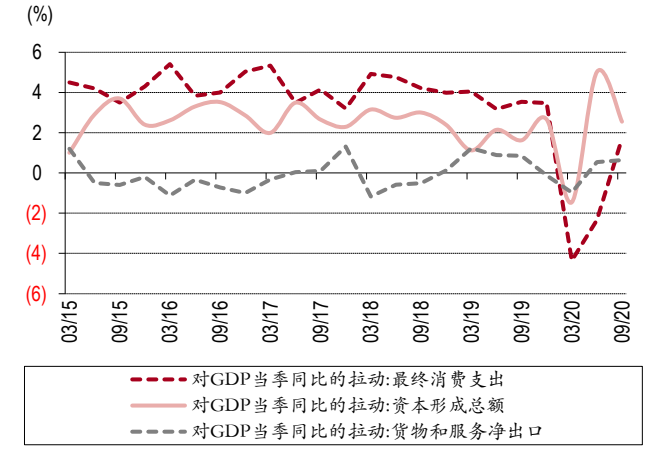


资料来源：万得，中银证券

消费强势复苏

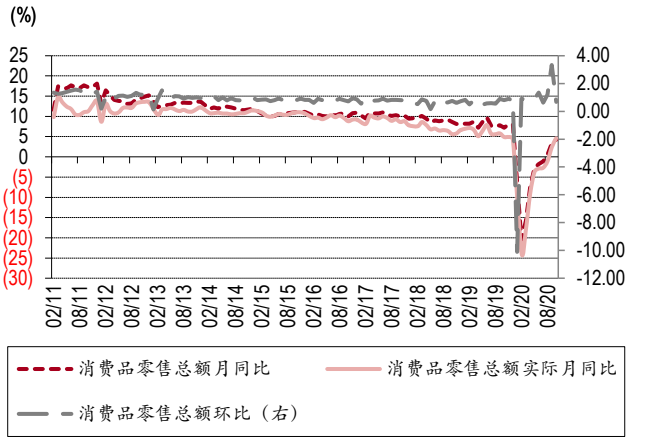
2020 年，受疫情影响，消费支出对 GDP 增长构成明显拖累。前三季度，最终消费支出对 GDP 累计同比的贡献为-2.5 个百分点，不过，随着经济逐步走出疫情冲击，居民消费复苏明显。三季度，最终消费支出对 GDP 贡献已经转正，为 1.7 个百分点。同时，社会消费品零售总额 8 月增速转正，9 月增速达 3.3%，10 月增幅进一步扩大为 4.3%，显示了居民消费的复苏势头。

图表 40.三季度最终消费支出对 GDP 贡献转正



资料来源：万得，中银证券

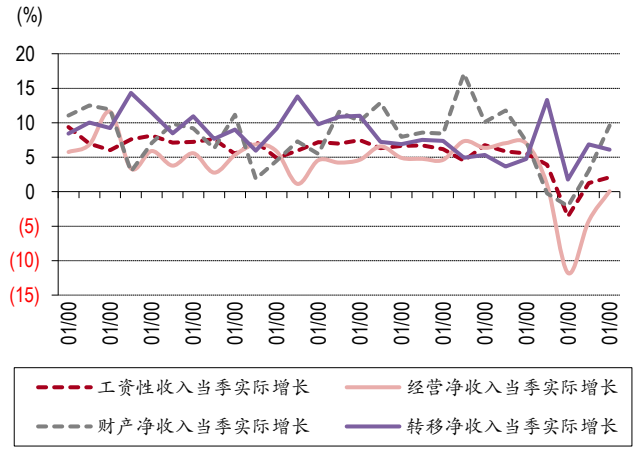
图表 41. 社会消费品零售总额增速显示居民消费复苏



资料来源：万得，中银证券

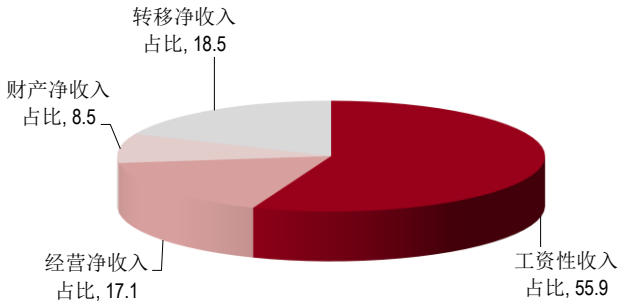
从居民收入看，2020 年前三季度，居民人均收入实际增长 0.6%，不过主要是由于一季度拖累，二季度居民人均收入实际增速已经转为正增长 1.7%，三季度实际增幅继续扩大为 2.3%。从居民收入构成看，前三季度，居民工资性收入同比实际下降 0.1%，经营净收入同比实际下降 5.6%，财产净收入同比实际增长 4.9%，转移净收入同比实际增长 2.1%。在居民收入中占比超过一半的工资性收入仍为负增长。不过，这同样是由于一季度的拖累。从单季度数据看，居民财产净收入三季度增长 9.6%，转移净收入实际增长 6.1%，均已回到正常水平。工资性收入增速虽仍低于历史水平，但二季度增速已经转正为 1.3%，三季度增幅扩大为 2.1%。恢复较慢的是经营净收入，三季度实际增长 0.1%，堪堪转正，这也显示了疫情对中小企业的冲击仍未完全过去。然而，经营净收入 2019 年末在居民人均收入中占比为 17.1%，低于工资性收入和转移净收入。综合看，我们认为，随着企业生产经营的复苏，居民工资性收入有望逐步回到正常水平，在此基础上叠加转移支付的增加，居民收入在 2021 年将较 2020 年明显改善，并支撑消费的复苏。

图表 42.居民收入中仅经营净收入恢复较慢



资料来源：万得，中银证券

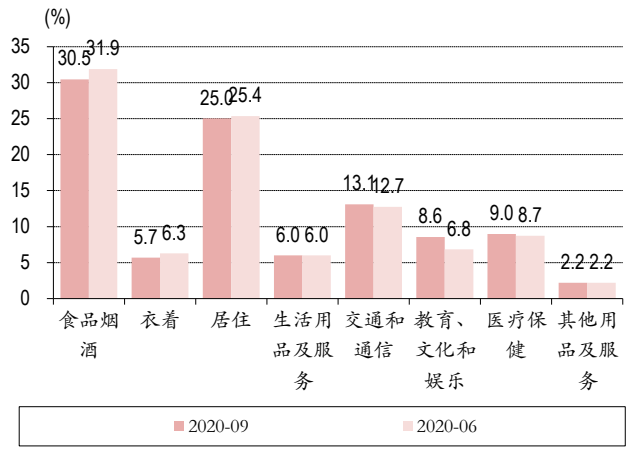
图表 43. 经营净收入在居民收入中占比相对较低



资料来源：万得，中银证券

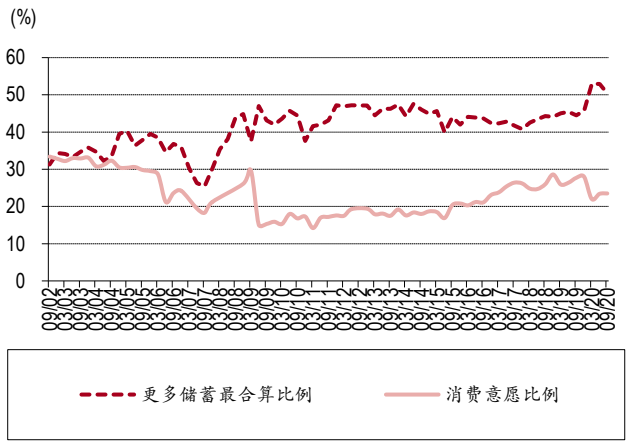
从居民消费支出结构看，前三季度居民在食品烟酒方面的消费占比为 30.5%，较上半年下降了 1.4 个百分点，居住的消费占比 25%，较上半年下降了 0.3 个百分点，占比上升的包括教育文化娱乐上升 1.7 个百分点、交通通信上升 0.4 个百分点和医疗保健上升 0.2 个百分点。整体来看，服务性消费的占比较上半年边际大幅提升。央行三季度城镇储户调查数据也显示，居民储蓄意愿回落，消费意愿上升。

图表 44.三季度服务性消费占比提升



资料来源：万得，中银证券

图表 45. 居民消费意愿回升



资料来源：万得，中银证券

综合判断，我们认为，随着经济增长的持续改善，居民收入将在 2021 年继续修复，消费复苏的势头将在 2021 年延续。同时，“国内大循环”的提出，也意味着以消费为代表的内需将更多受到政策支持。因此，2021 年，消费可能成为经济增长最为主要的支撑。我们预计 2021 年社会消费品零售总额增长约 15.1%。

总体上，库存周期向上从生产端，消费和制造业投资从需求端，对 2021 年经济增长构成强劲支撑。出口的高景气维持，但净出口贡献将较 2020 年明显减弱。在此基础上，我们预计 2021 年 GDP 实际增长 9.5%。

CPI 温和，PPI 上行

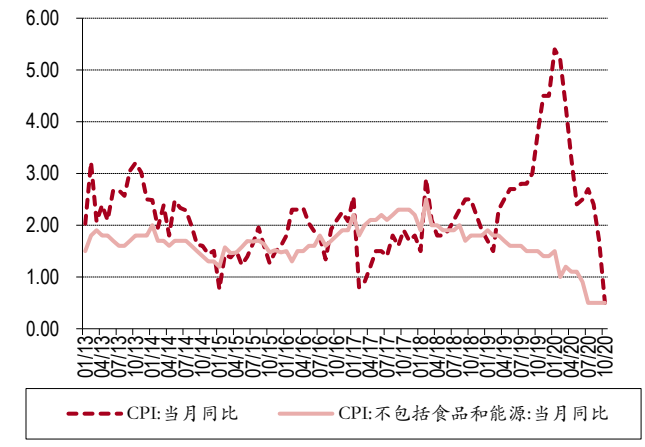
相较于经济增长的强势，2021 年的通胀则相对温和。不过资源品价格的上涨将带动 PPI 上行。CPI-PPI 缺口进一步收窄，利于企业盈利复苏。

食品价格与非食品价格分化导致 CPI 温和

2020 年，CPI 在食品价格驱动下逐步回落，10 月涨幅已收窄至 0.5%。预计 11 月开始进入负值区间。同时核心 CPI 暂时止住下行趋势，7 月起已经连续 4 个月稳定在 0.5%。

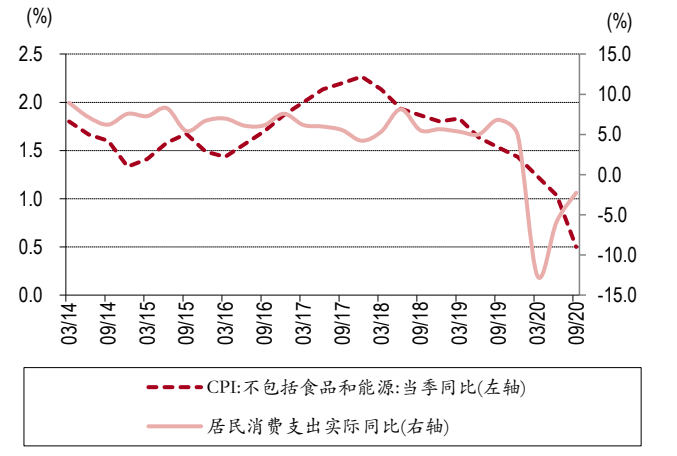
2021 年，CPI 将同时面临来自两个方面的影响：（1）随着经济增速回升，尤其是消费需求的回暖，核心 CPI 有上行动力。从历史数据看，居民消费支出实际增速大致领先核心 CPI 两到三个季度；考虑到居民消费支出 2020 年一季度为低点，2021 年整体呈上行趋势，我们预计 2021 年核心 CPI 将逐步向上。（2）随着猪肉供给恢复，猪肉价格回落将带动食品价格涨幅收窄。同时，油价自底部上行将驱动能源相关价格上行。鉴于食品部分在 CPI 中占比更高，食品和能源总体上仍对 CPI 构成压制。在此基础上综合考虑基数的影响，我们预计 2021 年上半年 CPI 逐步上行，三季度小幅回落后再度向上，高点在 2.5%左右，不会触及 3%的政策目标。全年 CPI 同比上涨 1.4%。

图表 46.食品价格驱动 CPI 下行



资料来源：万得，中银证券

图表 47. 居民消费支出领先于核心 CPI



资料来源：万得，中银证券

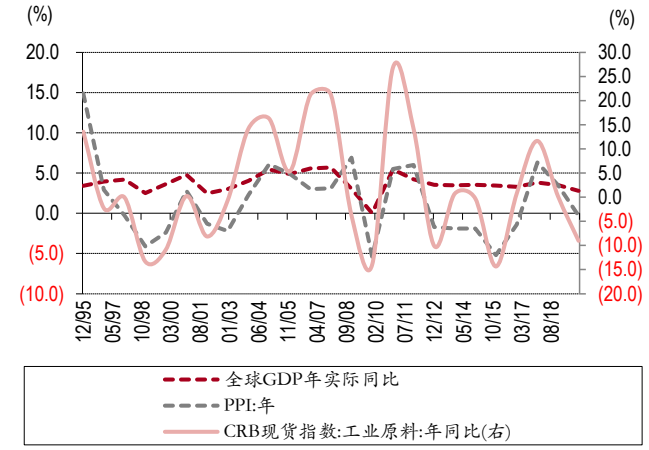
需求复苏支撑 PPI

2020 年因疫情冲击，PPI 原先的上行趋势被打破，2—5 月环比下降，随着中国生产的全面恢复和海外疫情冲击的逐渐消退，PPI 从 6 月起转为环比上行，同比降幅则不断收窄。

2021 年，全球经济将逐渐从疫情中走出，IMF 最新预测 2021 年全球经济增长 5.2%，其中发达经济体增长 3.9%，新兴和发展中经济体增长 6%，显著高于前期水平。随着全球经济的企稳、海外宽松的延续、国内库存周期的开启以及房地产投资的韧性，我们预计大宗商品价格将继续回升，PPI 将在 2021 年 3 月回到正值区间，后续继续上行。我们预计 2021 年 PPI 同比增长 2.5%。

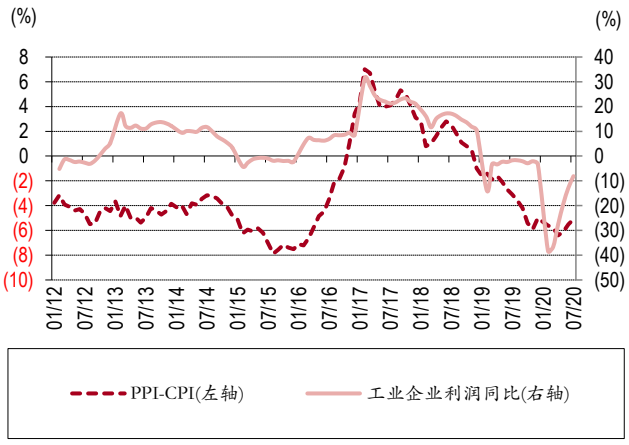
基于此，测算 GDP 平减指数全年大致在 1.8%。通胀因素不太会对货币政策造成困扰。同时，PPI-CPI 剪刀差的收窄将继续利于企业盈利的复苏。

图表 48.全球复苏支撑 PPI 向上



资料来源：万得，中银证券

图表 49. PPI-CPI 剪刀差收窄利于企业盈利复苏



资料来源：万得，中银证券

政策展望：回归中性克制

2020 年，在疫情冲击下，货币政策和财政政策均有明显扩张；随着经济增速的回升，预计 2021 年的政策重心将从“六保”、“六稳”回归到解决国内的结构性问题。

积极财政政策内涵的变化

就财政政策而言，尽管官方语境中“积极财政政策”一直未变，转向强调“提质增效”，其内涵实际在发生变化。2020 年 2 月，在疫情最为严重的时候，财政部长在《求是》杂志撰文，阐述了“积极财政政策的新内涵”，包括以下内容：一是要减税降费；二是要结构调整，优化财政资金配置，坚持量入为出，更加注重优化支出结构；三是要优化分配，通过加大一般性转移支付力度，保障基层保工资、保运转、保基本民生的能力；四是要以收定支，通过明晰财政事权和支出责任，建设可持续的财政；五是注重绩效，通过全面实施预算绩效管理，提高资金使用效益；六是风险防控，通过财政风险控制体系，防范化解地方财政风险隐患。7 月，财政部长再度撰文强调“高度重视防范债务风险工作”，不能因为应对疫情就不重视债务风险，不能因为财政困难就违规举债制造新的风险。

基于上述判断，我们认为，随着经济增长回到正常轨道，同时政府部门，尤其是地方政府杠杆率在 2020 年有明显上升，预计 2021 年的财政政策将回归中性，积极财政政策定调不变，但财政赤字率和地方政府专项债规模预计均较 2020 年有所缩减。地方政府债务将再度成为监管焦点之一。

货币政策灵活适度

央行三季度货币政策执行报告指出，“稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向”。从后文看，所谓“灵活适度、精准导向”，指的是“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，支持经济向潜在产出回归”。此前易纲行长在《中国金融》撰文也强调了类似的观点，所谓“正常货币政策”，指利于将经济保持在潜在产出附近，同时利于人民币资产的全球竞争力的货币政策。从上述表态判断，名义潜在产出成为央行货币政策导向的重要判断依据。

2021 年，经济基本面的主要线索一是经济增长走出疫情，增速抬升；二是通胀相对温和；三是宏观杠杆率有明显上行；四是海外宽松延续。此前央行谈到了“平滑杠杆率”，但在三季度货币政策执行报告中对此并未明确涉及，仅提到了“保持宏观杠杆率基本稳定”。我们认为，鉴于货币政策对实体经济的信用支持延续，平滑杠杆率是渐进的，不会出现 2018 年的快速去杠杆情形。基于上述基本面判断，我们认为，2021 年货币政策将从 2020 年应对疫情的超宽松退出，但也不具备收紧的必要，预计 M2 和社融存量增速与名义 GDP 保持匹配，在 11%—12%。M2 增速与 2020 年大致相当，社融存量增速稍有下行。随着经济增速的恢复，政策利率存有上调可能。

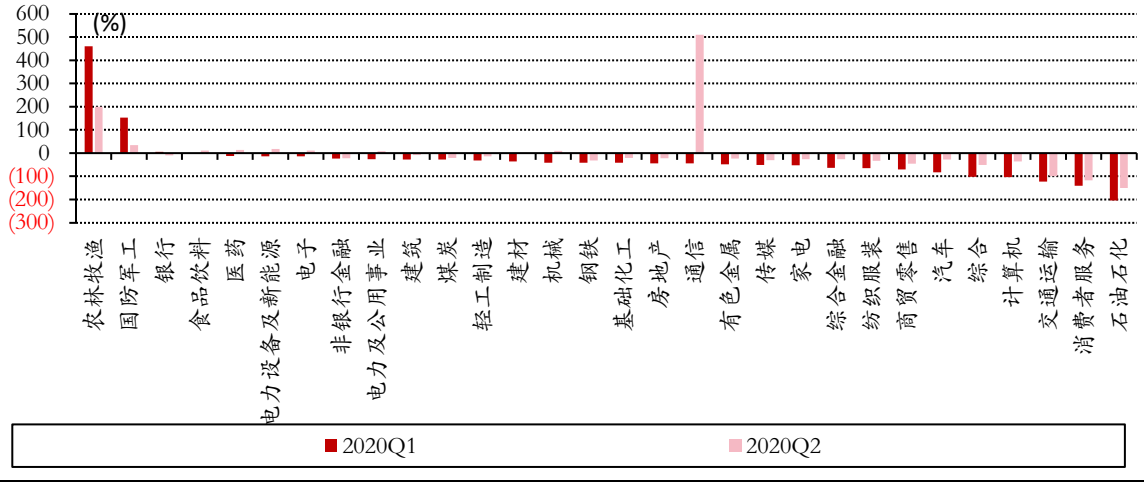
大类资产配置：经济持续复苏与政策回归常态的二重奏

2021 年中国经济持续复苏，受到 2020 年基数的影响，整体呈现经济增长前高后低、通胀前低后高的形势。国内基本面具有全球比较优势的情况将持续，成为支撑人民币资产的重要因素，同时在经济持续向好的背景下，政策边际变化将主导 2021 年国内的大类资产配置。综合看，我们认为在业绩同比高增和估值切换的影响下，风险资产的表现更好，而大宗商品价格将在全球复苏背景下明显上行，大类资产排序为商品>股票>债券>货币。

股票

业绩前高后低几成定局，但行业之间差异较大，关注基数对不同行业的影响。2020 年上半年受到新冠疫情冲击影响，可比口径 A 股上市公司业绩同比增速下滑严重，一季度全部 A 股归母净利润同比增速-23.4%，二季度增速有所修复但依然同比增速-17.7%，随着三季度国内经济的明显好转，三季报上市公司可比归母净利润增速回升至-6.4%。虽然业绩增速低开高走，但行业之间分化较大，一季度同比正增长的行业仅有农林牧渔、国防军工和银行，二季度通信、电力设备新能源、医药、电子、食品饮料、机械、公共事业、建材等行业明显转正。从行业利润增速的基数效应来看，2020 年一季度石油石化、消费者服务、交通运输、计算机、汽车等行业的利润增速基数较低，二季度利润增速依然偏低的行业包括石油石化、消费者服务、交通运输、商贸零售、计算机等，利润增速较一季度改善不明显的行业则包括银行、非银金融、煤炭、钢铁、轻工制造等。在 2021 年上半年业绩确定性整体高增长的背景下，市场或更加关注业绩增速高的行业和环比增速明显改善的行业。

图表 50. 2020 年可比口径 A 股各行业盈利增速

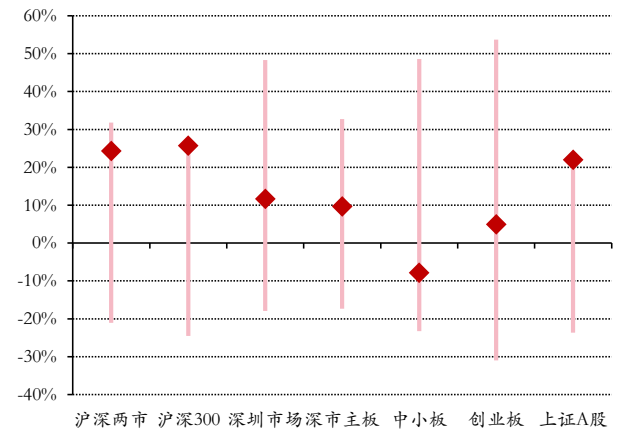


资料来源：万得，中银证券

估值是 A 股的重要优势之一，关注年底 A 股估值切换。2020 年 7 月 A 股指数中枢大幅上行之后，抬升了估值的中枢，但从历史估值区间来看，分别剔除了最高和最低的 10%估值区间之后，当前估值溢价率处于相对较高水平的是沪深 300、上证 A 股等大市值权重股指数，相较之下中小板和创业板的估值较历史中枢溢价率分别为-8%和 5%。我们认为出现这种情况，主要是因为 2020 年新冠疫情冲击对大盘股业绩的影响较明显，因此当前大盘股的估值虚高，随着经济复苏抬升大盘股上市公司盈利水平，相应的估值也会随之明显回落，因此在 2020 年四季度至 2021 年一季度之间，估值切换或对大盘股的股价表现影响较明显。

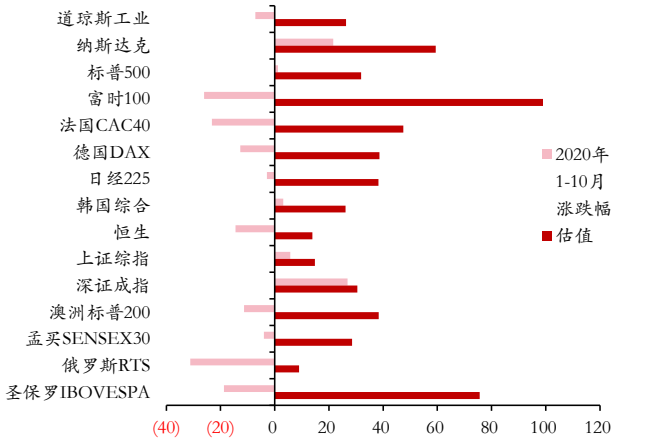
全球比较之下，A 股兼具赚钱效应和估值优势。2020 年受新冠疫情冲击，全球主要股票市场指数多数收跌，2020 年 1—10 月部分股市受益于央行的宽松货币政策，海外表现较好的包括纳斯达克、韩国综合指数和标普 500，相较之下 A 股表现强劲，同期上证综指和深证成指分别上涨 6.69%和 27.22%。11 月之后受美国大选结果落定且新冠疫苗面世利好刺激，发达国家和地区股市出现明显反弹，估值进一步上行。与之相比，A 股在全球主要股指当中估值处于较低水平，加之 2020 年我国 GDP 增速大概率回正，可能是全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，带动上市公司盈利增速也表现强劲，综合来看，全球比较之下，A 股具备吸引外资持续净流入的估值、盈利和趋势效应。

图表 51. A 股主要指数的估值溢价率所处水平



资料来源：万得，中银证券

图表 52. A 股估值依然具备全球比较优势

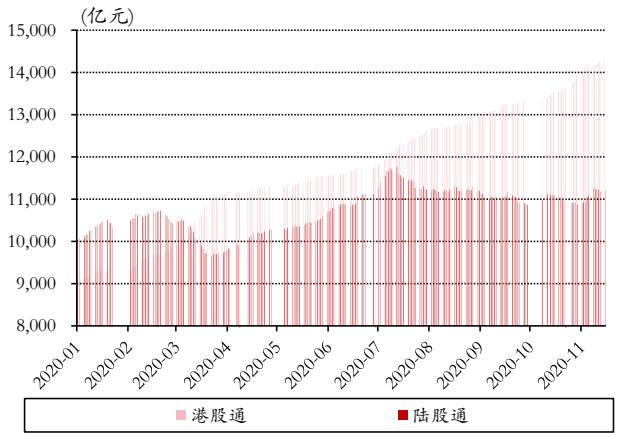


资料来源：万得，中银证券

融资压力依然较大。A 股市场融资结构较 2019 年变动较大，截至 10 月，A 股 IPO 募资总额达到 3861 亿元，增发总额 5797 亿元，较 2019 年同期的 1748 亿元和 4992 亿元大幅上升，考虑科创板注册制 IPO 的制度影响和后续大额 IPO 项目的影响，2020 年 A 股融资对流动性的挤出预计更为明显。2021 年预计 A 股融资总量依然可观，目前 2020 年内已过审未发行的 IPO 公司共有 164 家，剔除重庆银行之后拟募资总额达到 1405 亿元，已过审未实施的增发 255 家，融资额或达到 8700 亿元，已过审未实施的转债发行 58 家，融资额或达到 900 亿元。预计融资给 A 股带来的压力将维持在较高水平。

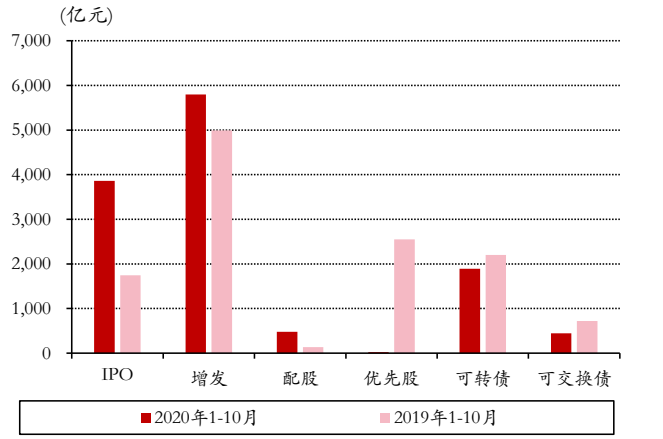
增量流动性向散户倾斜。从 2020 年前 10 个月的情况来看，海外资金净流入的趋势并不明显，陆股通累计流入资金总量从 1 万亿人民币上升到 1.1 万亿人民币，整体呈现出大幅波动、小幅上行的特点，相较之下受到港股低估值的影响，港股通资金持续南下的趋势更为明显。同时股票型新基金发行火爆、上交所 A 股新开户数趋势性上行，表明流动性开始向散户倾斜。需要关注的是，如果散户参与 A 股的比例上升，则 A 股的估值中枢可能出现上行。

图表 53. 陆股通资金没有显著流入趋势



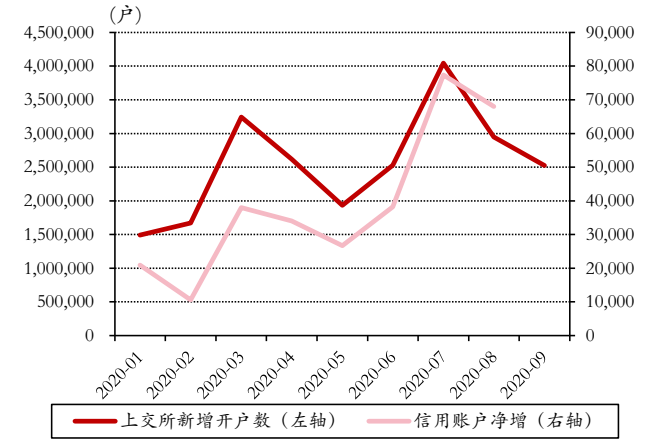
资料来源：万得，中银证券

图表 54. 2020 年 A 股市场融资加速



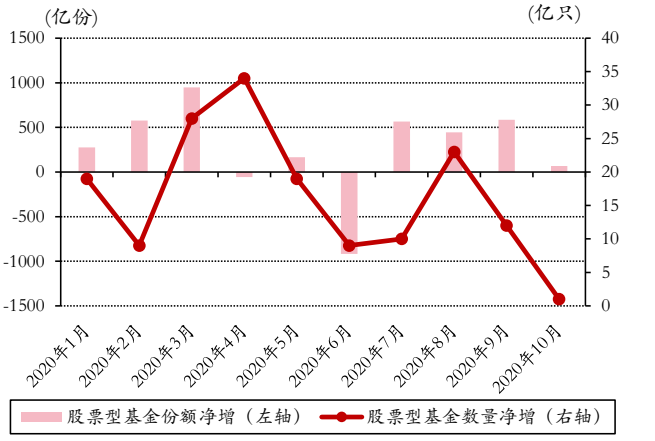
资料来源：万得，中银证券

图表 55. 新开户波动上行



资料来源：万得，中银证券

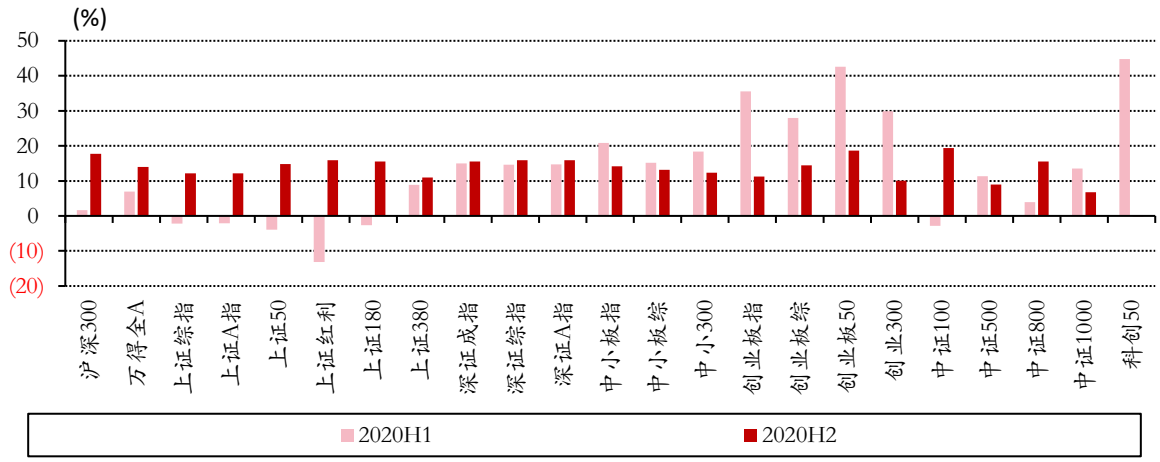
图表 56. 新基金发行明显放量



资料来源：万得，中银证券

2020 年 A 股市场的结构性表现明显，目前仍有赚钱效应。结构性体现在成长股和权重股的表现分化方面，上半年中小创表现更好，领涨的板块代表指数包括创业板 50（42.61%）、中小板指（20.85%）、深证成指（14.97%），下跌的指数包括上证红利、上证 50、中证 100、上证 180 等，下半年截至 11 月 17 日，权重股的表现明显有起色，中证 100、沪深 300、创业板 50 等指数涨幅相对居前。在机构资金未见显著流入 A 股的情况下，赚钱效应的持续性将成为吸引散户入市的重要原因。从 2019-2020 年 A 股表现来看，结构分化的市场不仅带动了散户新增开户增加，同时也推动了明星基金发行的大范围出现。

图表 57. A 股的赚钱效应依然显著

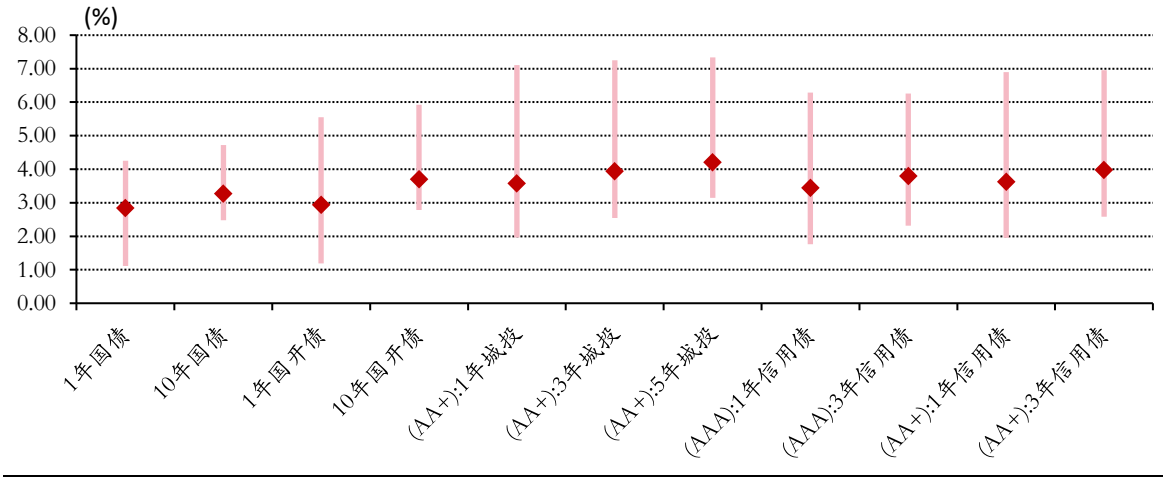


资料来源：万得，中银证券

债券

收益率分位数偏低。2020 年债市收益率经历了先下后上的过程，截至 11 月 17 日，1 年期国债收益率 2.85%，1 年期国开债收益率 2.94%，10 年期国债收益率 3.27%，10 年期国开债收益率 3.7%。从分位数来看，短端利率债更有吸引力，1 年期国债和国开债的分位数分别为 55.29%和 40.08%，相较之下 10 年期国债和国开债的收益率分位数分别为 35.35%和 29.19%就偏低。信用债方面不同期限的利率分位数相当，大体在 30%上下，但投资级信用债当中，评级越低则收益率分位数也越低，虽然经过信用风波影响，但信用债收益率分位数整体上行幅度有限，显示出投资者当前对信用溢价的挖掘已经较为充分。

图表 58. 债市主要品种的收益率和波动区间

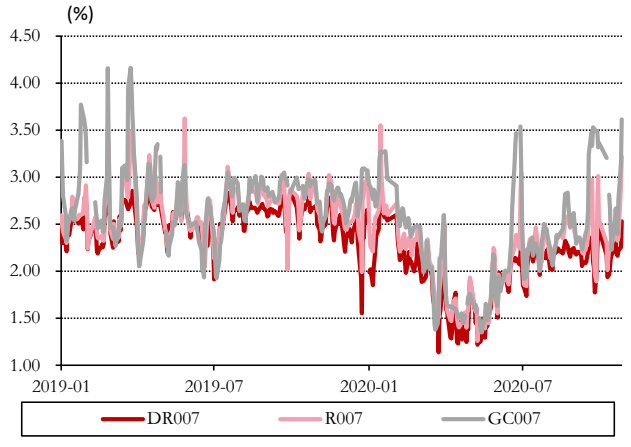


资料来源：万得，中银证券

市场对央行收紧货币政策的疑虑始终存在。2020 年初新冠疫情爆发之后，货币政策率先宽松，共计实施了两次降准和一次下调超额存款准备金利率，在边际宽松的货币政策引导下，国内货币环境明显放松，货币资金拆借利率持续下行，R007 从年初的 2.3%上方持续下行至 5 月初的 1.26%，但 6 月之后，随着经济数据的发布，国内工业增加值在 4 月率先转正，5 月工业企业利润增速紧接着转正，经济向好的趋势趋于明朗，市场对于货币政策边际收紧的预期开始升温。事实证明国内经济复苏强劲，且在全球具有比较优势，加之中国的货币政策工具仍有明显的空间，推动人民币汇率朝升值的方向演化，货币政策虽然未实质性收紧，但除非出现较大的意外冲击，货币环境的宽松度难以回到 5 月水平。另一方面我们认为，当前新冠疫情对全球经济的冲击仍有较大不确定性，在新冠疫苗有望加快面世的情况下，市场对于 2021 年全球经济复苏的预期明显升温，对海外来说即便疫苗面世，经济复苏的速度也偏慢，因此预计宽松的货币政策暂时不会考虑退出，但是中国经济修复自 2020 年四季度就将接近疫情前的增长水平，因此 2021 年社融增将较 2020 年有所放缓。

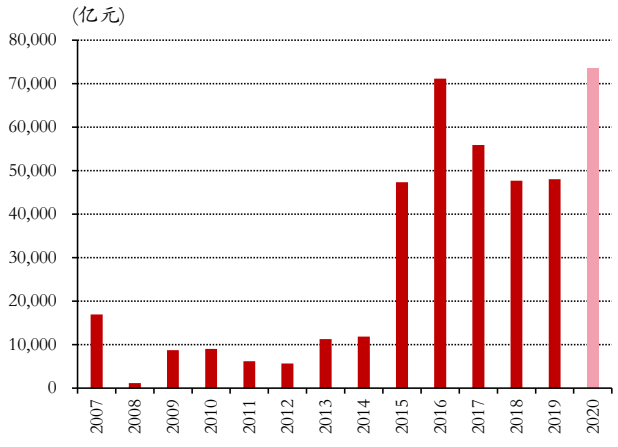
政府债券的发行增量将有所减弱。2020 年截至 10 月，社融当中政府债券累计融资规模达到 7.22 万亿元，较 2019 年同期多增 3.05 万亿元，较 2019 年全年多增 2.5 万亿元，从政府债券净融资额来看，截至 11 月 17 日，2020 年政府债券净融资额 7.35 万亿元，已经显著高于 2019 年政府债券净融资额的 4.8 万亿元。供给端的放量给债市收益率带来较大压力，但对比 2008 年金融危机影响下政府债券发行净融资额来看，政府债券净融资额在 2009 年大幅上升，2010 年的升幅则不明显，另一方面，2020 年为支持经济恢复增长，预计中国全年减税降费将达到 2 万亿元，对财政收支构成一定压力，2021 年政府在基建投资方面的支出可能更谨慎。我们预计 2021 年政府债券融资额不会在 2020 年的基础上继续大幅增加。

图表 59. 货币拆借利率先下后上



资料来源：万得，中银证券

图表 60. 政府债券发行量明显上升

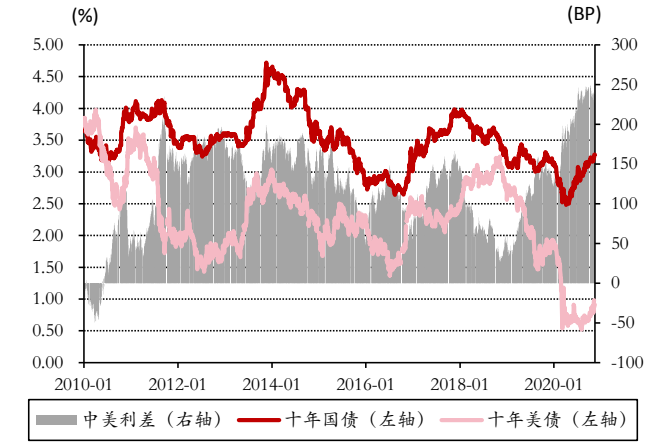


资料来源：万得，中银证券

外资流入可观。2018 年以来，随着国内资本市场加大对外开放的力度，外资流入力度逐年加大。以国债为例，截至 2020 年 10 月，境外机构持有人民币国债总额达到 1.73 万亿元，占国债总额比例达到 9.5%，继续创下历史新高。当前海外主要央行均采取“超低利率+量化宽松”组合拳，导致海外主要发达国家债市收益率被极限压低，以美债为例，2020 年新冠疫情冲击后美联储在 3 月先后两次降低基准利率至 0.25%，并向市场注入大量流动性，在宽松政策的影响下，十年美债收益率从 1.3%附近骤降至 0.7%上下波动，同时在国内利率 6 月之后上行趋势下，中美利差被拉宽至 240BP 左右，创下 2002 年以来最高水平。尽管 2021 年中美利差可能有所收窄，但仍在高位，处于较高水平的中美国债利差有利于吸引外资加速流入国内债市。

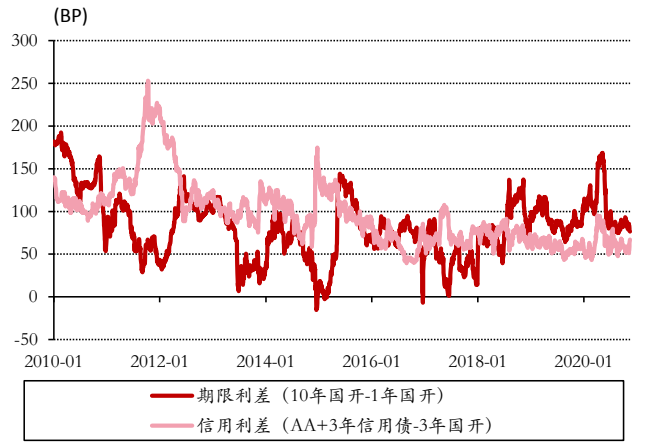
债市仍需等待。虽然从中长期角度看，外资持续流入、供给压力减轻都有利于债市收益率下行，但是短期来看四季度风险因素较多、年底资金面可能比较紧张、2021 年一二季度 GDP 增速偏高，都可能对债市构成压力。从投资策略来看，当前信用利差处于 2010 年以来较低水平，长久期债券的利率分位数处于较低水平，利率处于上升通道当中投资者也较难加杠杆，因此债市的机会或来自风险因素影响下的市场调整之后，或受益于投资者风险偏好下降带来的大类资产配置资金转移。我们认为 2021 年下半年可以期待债市的投资机会出现。

图表 61. 中美利差处于较高水平



资料来源：万得，中银证券

图表 62. 期限利差和信用利差

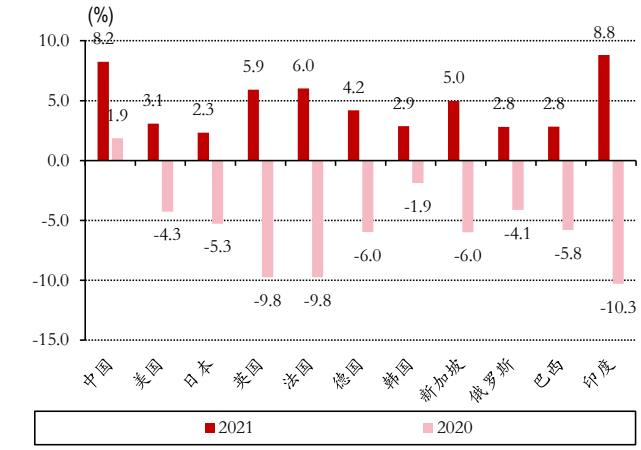


资料来源：万得，中银证券

大宗商品

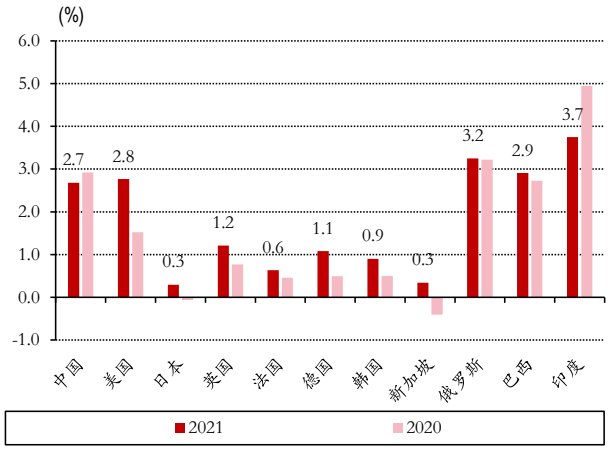
全球经济复苏不确定，中国一枝独秀很确定。由于新冠疫情的影响 2020 年全球经济同比负增长是较为确定的事，根据 IMF 的预测，2020 年全球实际 GDP 增长将为-4.4%，其中发达经济体为-5.8%，美国表现稍强，欧元区整体复苏更疲弱，新兴市场和发展中经济体增长-3.3%，全球主要经济体中，只有中国能够实现正增长，IMF 预测 2020 年中国经济增速为 1.85%。在低基数的影响下，2021 年全球将实现经济增速的大幅上升，实现 GDP 实际同比增长 5.2%，其中发达国家 3.9%，发展中国家 6.0%，中国增长 8.2%，除了略低于预测印度的增速 8.8%，依然冠绝全球。除此之外，通胀方面中国也有较大优势，IMF 预测 2020 年主要发达国家的通胀整体走低并整体处于较低水平，发展中国家的通胀整体偏高，而中国的 CPI 同比增速则预计整体维持在 2.5%-3%之间。综合经济增长和通胀水平来看，2020-2021 年间，中国经济基本面在全球将持续具备比较优势，反之海外经济基本面则仍面临 2020 年秋冬季新冠疫情二次冲击的不确定性和此前过分宽松的货币政策可能导致 2021 年通胀超预期上行的压力之下。基本面的差异一定程度上将影响国际定价的大宗商品和国内定价的大宗商品，在 2021 年的国内表现差异。

图表 63. IMF 预测全球经济增速反弹



资料来源：万得，中银证券

图表 64. IMF 预测全球通胀有上行趋势

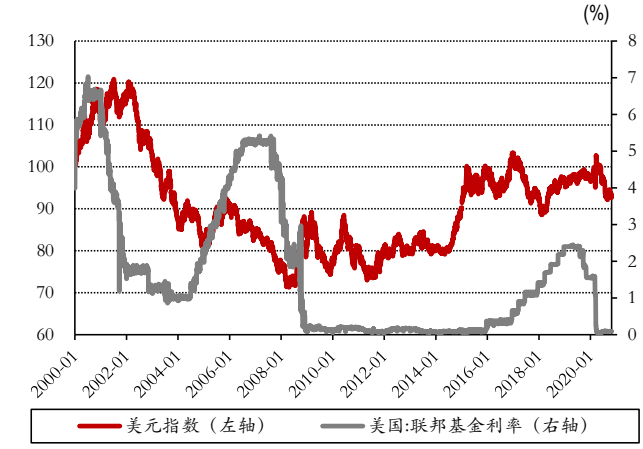


资料来源：万得，中银证券

预计黄金价格持续温和强劲，原油则受益于全球经济增速反弹。我们认为美联储实施负利率的可能性较小，因此实际利率继续下行的空间不大，但由于美联储此前宣称关注平均通胀目标，加之超低利率的情况下，美联储的有效货币政策工具或仅剩量化宽松，导致市场目前预期未来通胀可能超预期走高。通胀预期未来或成为推动黄金价格上涨的主要动力之一。原油需求则持续受到全球经济复苏形势的影响，由于新冠疫苗在 2021 年上半年大概率面世，推动全球经济复苏时间提前预期升温，届时原油价格可能受到需求上升提振，在当前价格中枢基础上小幅上行。我们预计 2021 年布油价格波动中枢或上行至 50 美元/桶，同时受到通胀上行预期的影响，黄金价格的波动中枢将在 1900-1950 美元/盎司之间。

关注大宗商品的结构调整。农产品方面，2020 年 5 月以来，国际农产品期货价格出现显著上行趋势，其中 CBOT 玉米期货价格上涨了 33.87%，小麦价格上涨了 14.88%，大豆价格上涨了 36.34%。我们认为农产品价格的上涨主要有两方面原因，一是由于天气缘故导致全球部分地区农产品减产，导致供求部分失衡，二是海外央行为对冲新冠疫情导致的经济下行，释放了大量流动性，导致通胀预期上升。周期品方面，4 月之后有色金属国际期货价格也出现明显上行，美国大选结果明朗叠加新冠疫苗利好之下，市场对于全球经济复苏前景的预期走高，进一步推动周期品价格上行。总的来看，通胀预期可能继续推动 2021 年农产品价格的价格表现，周期品的价格也受益于全球经济复苏前景向好、新冠疫苗研发进度超前、以及各国为应对疫情冲击可能采取的财政和货币政策等因素。

图表 65. 美元指数或持续弱势震荡



资料来源：万得，中银证券

图表 66. 国际农产品价格出现上行趋势



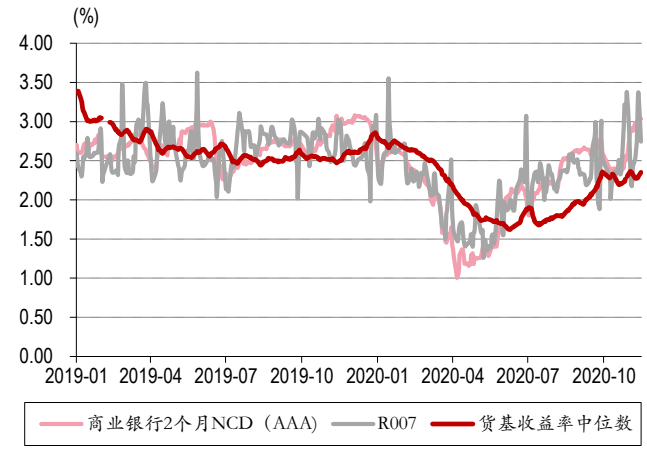
资料来源：万得，中银证券

货币基金

货币基金的短久期品种结构调整，但杠杆持续下降。当前货币拆借利率和债市短端收益率有走稳的趋势，因此货币基金三季度持仓的结构与前两个季度相比边际有所变化，比较明显的是压低了 30 天以内品种的持仓比例，同时明显加大了 60-90 天品种的持仓比例，但另一方面 120-397 天品种的持仓比例继续明显下降。杠杆率方面，三季报货币基金整体杠杆率为 104.9%，低于半年报的 105.72%、一季报的 107.5%、2019 年年报的 107.13%。整体来看，货币基金三季度采取的是压低杠杆和调整中短期品种结构的方式提高收益率，风险偏好没有发生明显变化。

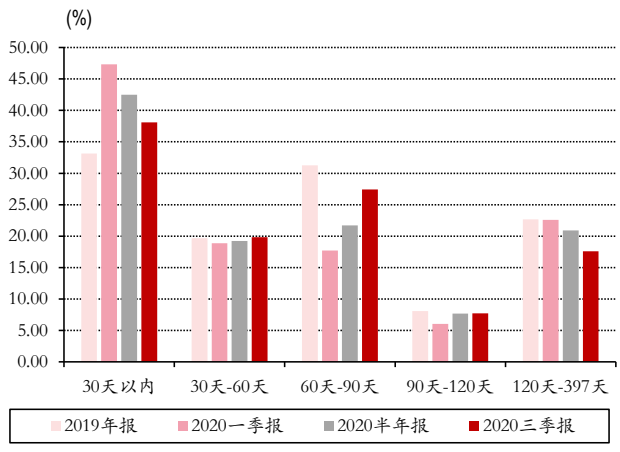
货基收益率先下后上，但仍未回到 2019 年水平。2019 年货币基金收益率中位数维持在 2.5%上方，2020 年受到新冠疫情冲击影响，年初以来货币政策持续放松直至 5 月经济出现持续反弹和回升迹象。6 月初货币基金收益率触及低点 1.62%，此后持续上行，截至 10 月 27 日回升自 2.2%上方。由于年内短端利率波动幅度较大，因此货币基金收益率也跟随发生了较大的波动，特别是利率上行过程中，货币基金由于受到净值偏离度的影响，收益率表现持续低于 R007 和 2 个月 AAA 评级 NCD 收益率区间。9 月之后，随着债市利率从上升趋势转为波动为主，货基收益率开始回到均衡水平上。从新的均衡水平来看，此前宽松的货币政策对货基收益率中枢下压了约 30BP。我们认为当前债市对于货币政策的预判，已经基本反映了政策边际收紧的预期，但考虑到 2020 年上半年实体经济负债上升较快，预计货币环境在 2021 年上半年较难发生明显收紧，2021 年下半年则要视国内和国际经济复苏和通胀表现而定。我们认为 2021 年上半年货币基金收益率或维持在 2-2.5%区间波动的趋势。

图表 67. 货基收益率中位数



资料来源：万得，中银证券

图表 68. 货币基金杠杆率下行但适当拉长久期



资料来源：万得，中银证券

结论与预测

2021 年海外与中国经济均延续复苏。

从全球视角看，疫情对宏观经济的冲击在中长期可控，疫苗的广泛使用将带来补库存契机。美国核心通胀上行带动全球通胀回归向上趋势。欧美宽松政策依旧，欧央行预计货币政策宽松加码，美联储货币政策暂无加码动力，需警惕美国 2021 年下半年因通胀上行而逐步退出宽松预期的发酵。而欧美的财政刺激将是 2021 年政策发力点。

中国经济延续强劲复苏，复苏的动力来自库存周期向上，消费强势回归，制造业投资在需求和政策支持下高增长等因素；出口维持相对高景气，但因进口高增长，净出口对 GDP 贡献有所减弱。CPI 则维持温和，PPI 向上值得关注，整体上，通胀不会对货币政策构成困扰，PPI-CPI 缺口向上有助于企业盈利持续复苏。在经济增长强劲，通胀温和背景下，预计财政与货币政策均回归中性。

大类资产配置方面，继续看好风险资产，尤其是全球复苏背景下大宗商品价格的上涨，大类资产排序为商品>股票>债券>货币。

图表 69. 2021 年主要经济指标预测

	2020E	2021E	2021Q1E	2021Q2E	2021Q3E	2021Q4E
GDP 同比	**2.0**	**9.2**	17.8	8.1	6.5	5.9
工业增加值同比	**2.1**	**10.0**	16.6	9	7.4	6.3
固定资产投资同比	**1.5**	**7.1**	29	14.8	10.2	7.1
其中：制造业	**(4.1)**	**13.8**	56.3	28.9	19.8	13.8
基建	**4.4**	**8.0**	40.9	16.9	13.9	8.0
房地产	**7.5**	**8.9**	27.1	16.6	10.8	8.9
社会消费品零售总额同比	**(4.9)**	**15.1**	38	16.3	13.3	8.5
出口（美元计价）同比	**2.8**	**10.4**	28.9	8.9	3.0	6.8
进口（美元计价）同比	**(0.8)**	**15.7**	15.7	21.4	13	13.6
CPI 同比	**2.5**	**1.4**	(0.1)	1.5	1.5	2.5
PPI 同比	**(2.0)**	**2.5**	(0.2)	3.1	3.1	3.7
存量社融同比	**13.2**	**11.5**	13.5	12.4	11.8	11.5
M2 同比	**10.5**	**11.3**	12.0	11.8	11.5	11.3

资料来源：中银证券

风险提示：经济增长不及预期，国内监管趋严，疫苗进展缓慢。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371